

Avlønning av investeringsrådgivere

-Et casestudie.

Heidi Thormodsen Lea



Masteroppgave i samfunnsøkonomi

Økonomisk institutt

UNIVERSITETET I OSLO

02. Mai - 2011

Avlønning av investeringsrådgivere

-Et casestudie

Heidi Thormodsen Lea

© Heidi Thormodsen Lea

2011

Avlønning av investeringsrådgivere – Et casestudie

Heidi Thormodsen Lea

<http://www.duo.uio.no/>

Trykk: Reprosentralen, Universitetet i Oslo

Sammendrag

Denne oppgaven gjennomgår ulike belønningssystemer for investeringsrådgivere og diskuterer disse i lys av økonomisk teori. Fokuset ligger på hvordan ulike belønningsstrukturer påvirker interessekonflikter i forholdet mellom rådgiver og investor; et forhold som lider av markedssvikten asymmetrisk informasjon. Optimalt ønskes et avlønningssystem som gir rådgiver og investor sammenfallende interesser, nemlig å finne frem til beste mulige investeringsstrategier for investoren. Dersom avlønningssystemet til rådgiveren er utformet på en slik måte at rådgiver kan oppnå en gevinst ved å gi råd som ikke er til kundens fordel, er det ikke opplagt at rådgiveren vil i enhver situasjon gi investor upåvirkede investeringsråd. Teorien anvendes deretter for å vurdere et bestemt tilfelle, forholdet mellom Terra og de norske kraftkommunene, hvor Terra opptrer som rådgiver på vegne av kommunene som investorer. I det gitte tilfellet er det grunn til å påstå at avlønningstrukturen til rådgiver ser ut til å ha betydelig påvirkning med hensyn til hvilke anbefalinger Terra gir til kommunene. Dermed understrekes viktigheten av et riktig utformet avlønningssystem.

Forord

Denne oppgaven er skrevet i forbindelse med avslutningen på det femårige masterprogrammet i samfunnsøkonomisk analyse ved Universitetet i Oslo.

Jeg vil rette stor takk til min veileder, professor Kjell Arne Brekke, for all hjelp og gode tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Ikke minst, takk til venner og familie for oppmuntring og støtte underveis.

Jeg står selv ansvarlig for eventuelle feil eller upresise formuleringer i oppgaven.

Oslo, 02. Mai 2011

Heidi Thormodsen Lea

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Oppgavens oppbygning	3
2	Generelt	4
2.1	Forholdet mellom rådgiver og investor	4
3	Avlønningssystemer	8
3.1	Modell.....	8
3.2	Prestasjonsbasert belønning	10
3.2.1	Provisjon til distributør via tilbyder	11
3.2.2	Symmetrisk bonuskontrakt.....	15
3.2.3	Asymmetrisk bonuskontrakt	17
3.3	Fastlønn	23
3.4	Langvarige kundeforhold	25
4	Tilfellet med Terra Securities.....	27
4.1	Terra-saken	27
4.2	Forholdet mellom Terra Securities og kommunene	28
4.3	Terra papirene.....	31
4.4	Terra`s avlønningssystem	34
4.4.1	Regulering	34
4.4.2	Provisjoner	35
4.5	Diskusjon - Hvordan samsvarer hendelser i Terra- saken med teori om belønningssystemer?	37
5	Konklusjon	41
	Litteraturliste	43

1 Innledning

Den omfattende finansskandalen i Norge i 2007, som ofte går under navnet Terra-saken eller Terra-skandalen, involverer åtte norske kommuner, selskapet Terra Securities og en såkalt “gambling med fremtidige kraftinntekter”. Kommunene ble rådet av Terra Securities til å investere i finansielle produkter som til slutt resulterte i enorme tap. Episoden har fått stor medieomtale i Norge, og endte til og med opp som forsidemateriale i Financial Times (FT.com, 2009). Morten Hofstad, daværende journalist i Finansavisen, fulgte saken tett, og har senere skrevet bok om affæren. Et sitat hentet fra boken, fremhever den vesentlige medieoppmerksomheten som ble viet saken:

“Når det lages nye ord, eller når navnet “Terra” får en ny betydning i folks bevissthet, vet man at en nyhet virkelig har fått gjennomslag.” (Hofstad, 2008)

I etterkant av slike episoder pekes det ofte på insentivstrukturer som skapes av belønningssystemer i finansinstitusjonene (Wathne & Biong, 2009). Denne oppgaven går ut på å gjennomgå teori som omhandler ulike belønningssystemer for rådgivere, for videre å vurdere hvordan de økonomiske interessene til rådgiveren kan påvirke anbefalinger som gis til kunden. Følgelig benyttes teorien til å undersøke et faktisk tilfelle, nemlig forholdet mellom investeringsrådgivere i Terra og de norske kraftkommunene. Jeg ønsker å finne ut hvilken avlønningssstruktur som ble benyttet for Terra, med det formål å drøfte hvorvidt noen av hendelsene i Terra-saken kan forklares ut i fra den økonomiske litteraturen. Ser det ut til at Terras investeringsråd til kommunene påvirkes av avlønningssystemet?

En interessekonflikt mellom to parter eksisterer når en part kan oppnå en gevinst ved å velge en handling som er skadelig for den andre parten (Mehran & Stulz, 2007). Overført til forholdet mellom en investor og hans investeringsrådgiver, kan det oppstå en interessekonflikt dersom rådgiveren kan vinne på å ta en beslutning på investors vegne, som er ugunstig for investoren. Årsaken til at det er rom for en slik handling, er informasjonsasymmetrien mellom investor og investeringsrådgiver. En finansiell rådgiver har bedre kunnskap om de finansielle produktene og hvor godt egnet et spesifikt produkt er for kunden. Gitt at personkunden ikke har samme fagspesifikke kunnskap, står kunden i en svakere posisjon siden han vanskelig kan etterprøve den informasjonen distributøren gir (Kreditttilsynet, 2008).

Bolton et. al (2007) beskriver hvordan det for investoren er vanskelig etter å ha mottatt en anbefaling, å vurdere om det finnes et annet produkt som passer bedre til hans interesser. Som følge av asymmetrisk informasjon mellom rådgiver på den ene siden og investor på den andre siden, kan interessekonflikten føre til at investeringsanbefalingene vil være påvirket til å tjene rådgiverens egne økonomiske interesser, og dermed ikke et resultat av en vurdering av hva som passer kunden best. Siden det er rådgiverens økonomiske interesser som er roten til den potensielle konflikten mellom de to partene, er det interessant å vurdere ulike avlønningssystemer til rådgiveren, og hvordan disse forskjellige belønningsstrukturene påvirker interessekonflikten.

Morten Hofstad ble i 2007 tildelt den anerkjente prisen for undersøkende journalistikk, SKUP- prisen, for sin avsløring av nordnorske kraftkommuners risikable investeringer. Journalisten er nå redaktør i Helgelands Blad, og har også vært ansatt i Dagsavisen. Hofstad var mannen som først bragte saken ut i media, og har i ettertid skrevet bok om Terra-skandalen (Hofstad 2008). Ettersom det har vært vanskelig å finne alternative kilder, vil en del av informasjonen om Terra- saken som benyttes i denne oppgaven, bli basert på Morten Hofstads prisvinnende bok; “Eventyret om Terra og de åtte små kommunene som dro til Wall Street for å bli rike”.

I kjølvannet av finanskrisen og saker som Terra-saken har det vært mye tale om innstramminger, blant annet med hensyn til belønningssystemer i finansindustrien. Et mer nylig tilfelle demonstrerer også hvordan lønnsstrukturen er satt opp har en notabel betydning for hvorvidt interessene til rådgiveren og investoren samsvarer. Dagens Næringsliv kan første april 2011 fortelle at Finanstilsynet har fratatt alle konsesjoner fra meglerhuset Agilis Securities. Bakgrunnen for dette var blant annet at meglerhuset har drevet uforsvarlig og uakseptabel investeringsrådgivning ved å råde kundene til å foreta kjøp og salg av aksjer veldig hyppig. Meglerne har vært aggressive ovenfor kundene og tilsynelatende handlet for å få best betalt gjennom kurtasje som man får ved hvert kjøp og salg av aksjer (Dagens Næringsliv, 2011)

Terra- saken og flere liknende episoder har også medvirket til at Finanstilsynet har gjennomgått hvorvidt noen typer avlønningsformer til finansrådgivere påvirker deres insentiver til å anbefale det produktet som er i tråd med kundens interesser. Den 25. juni 2010 slår Finansdepartementet i et brev til Finanstilsynet fast at salgsbasert avlønning til finansrådgivere er ulovlig:

“Finanstilsynet har avdekket tilfeller hvor avlønningssystemer har bidratt til uheldig finansrådgivning. For å forebygge slike tilfeller i framtiden er det viktig å ha en klar lovtolkning. Konkret tar vi nå stilling til at salgsbasert avlønning gir incentiver til å anbefale investering framfor ikke-investering, eller til å anbefale investering i bestemte finansielle instrumenter, selv i tilfeller hvor dette ikke er i kundens interesser, og vi slår nå klart fast at et slikt avlønningssystem er ulovlig, sier finansminister Sigbjørn Johnsen” (Finansdepartementet, Pressemelding nr. 46, 2010)

Denne oppgaven presenterer litteratur om optimale avlønningskontrakter for investeringsrådgivere, for så å vurdere avlønningssystemene til investeringsrådgivere i meglerhuset Terra Securities.

1.1 Oppgavens oppbygning

Kapittel 2 redegjør generelt om forholdet mellom investor og investeringsrådgiver med asymmetrisk informasjon. I kapittel 3 presenteres modellen, og ulike belønningsstrukturer for investeringsrådgivere diskuteres i lys av økonomisk teori. Mulige interessekonflikter mellom investeringsrådgiver og kunde som følge av avlønningssystemene fremheves. Til slutt i kapittelet tar jeg for meg et avsnitt om eventuelle endringer i rådgivers økonomiske incentiver med tanke på langvarige kundeforhold, som det ikke blir tatt hensyn til i denne oppgaven. Kapittel 4 presenterer og analyserer tilfellet med Terra Securities og kommunene. Det trekkes tråder mellom kapitlene 3 og 4. Kapittel 5 konkluderer.

2 Generelt

2.1 Forholdet mellom rådgiver og investor

Forholdet mellom investeringsrådgiveren og kunden er preget av asymmetrisk informasjon (Kredittilsynet, 2008). Asymmetrisk informasjon kan forklares som en situasjon hvor det ikke er tilfelle at alle aktører i et marked besitter samme informasjon (Varian, 2006). Dersom derimot både selgere og kjøpere i et marked har full informasjon om kvaliteten til et produkt, har vi et tilfelle med symmetrisk informasjon. Antakelsen om symmetrisk informasjon kan forsvares dersom det er lett å verifisere kvaliteten til et produkt, med andre ord er det ikke kostbart å skaffe informasjon om godets kvalitet. Dersom informasjon om godets kvalitet er kostbart å innhente, da er det ikke lenger forsvarlig å anta at selgere og kjøpere har samme informasjon (Varian, 1992). Det finnes absolutt mange markeder i den virkelige verden hvor det kan være svært kostbart, eller til og med umulig å skaffe seg nøyaktig informasjon om kvaliteten av produktene som selges.

Et eksempel på en situasjon hvor det foreligger asymmetrisk informasjon er i markedet for finansielle tjenester. Aktørene i dette markedet er (den ikke - profesjonelle) investoren (kjøperen) og investeringsrådgiveren (selgeren); produktet som selges er personlig rådgivning. Ettersom produktene som en investor kan investere i ofte er svært kompliserte, vil det være asymmetrisk informasjon i forholdet mellom rådgiveren og investoren fordi rådgiveren har fagspesifikk kunnskap om produktene. Finanstilsynet¹ peker på tre kriterier som for en sparer avgjør kvaliteten til et spareprodukt: forventet avkastning fratrukket skatter og kostnader, likviditet, og risiko (Kredittilsynet, 2008). Det vil være kostbart for investoren å innhente informasjonen for å vurdere de tre kriteriene selv.

Det benyttes ofte såkalt “prinsipal- agent teori” for å beskrive forholdet mellom investoren og rådgiveren². Et agentforhold eksisterer dersom en part – agenten – engasjeres av en annen part – prinsipalen – for å utføre en spesifisert tjeneste på vegne av prinsipalen (Starks, 1987). Dette

¹ Kredittilsynet går nå under navnet Finanstilsynet, et navneskift som trådte i kraft 21. Desember 2009. Jeg vil i oppgaven bruke gjeldende navn per dags dato; Finanstilsynet, mens referansen til rapporten vil være Kredittilsynet (2008).

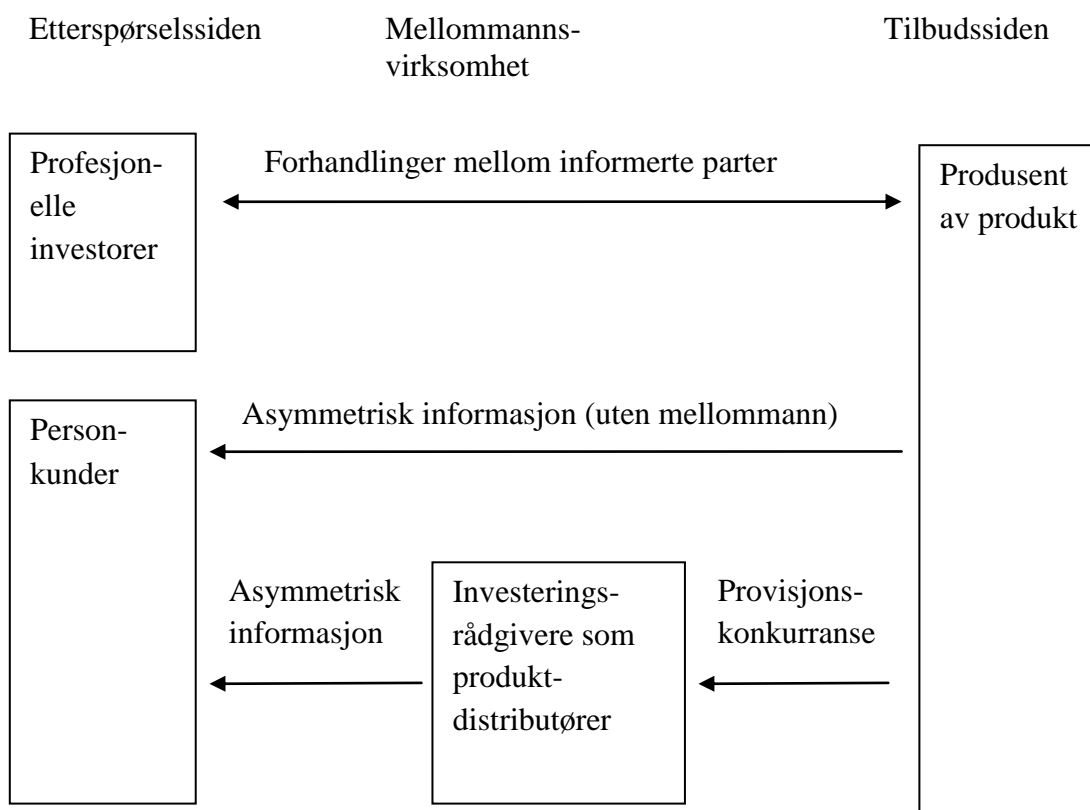
² For en generell prinsipal- agent modell, se f. eks. Ross (1973)

innebærer vanligvis at prinsipalen gir agenten fullmakt til å ta visse avgjørelser, på vegne av prinsipalen. I vårt tilfelle vil investoren være prinsipalen, mens rådgiveren opptrer som agenten som skal utføre en tjeneste, nemlig å investere investorens midler på best mulig måte, på vegne av investoren.

Mehran og Stulz (2007) forklarer at en interessekonflikt kan oppstå dersom, i vårt tilfelle, rådgiveren kan utføre en handling som er skadelig for investoren. Innen agentteori antar man at agenten kan opptre opportunistisk, som vil si at han maksimerer egen nytte i det skjulte. Eksempler kan være at agenten holder tilbake informasjon eller feilinformerer for å oppnå høyest nytte for seg selv (Wathne & Biong, 2009). Dette vil være mulig fordi det foreligger asymmetrisk informasjon mellom partene. Gitt at det foreligger usikkerhet og overvåkning av agenten er kostbart, søker prinsipal- agent teori å finne en belønningskontrakt til agenten som forsikrer at han har riktige insentiver til å gjøre valg som maksimerer velferden til prinsipalen (Jensen & Meckling, 1976). Wathne og Biong (2009) forklarer at man ønsker at belønningsstrukturen ikke skal forsterke agentens insentiver å opptre opportunistisk.

Det finnes mye litteratur på området og blant annet har Golec (1992) utviklet en spesialisert prinsipal- agent modell av investor – rådgiver forholdet som testes empirisk. Forfatteren konkluderer med at prinsipal – agent modellen kan brukes til å få innsikt i parameterne som brukes i kompensasjonsmodeller for rådgivere.

I en utredning gjort av Finanstilsynet på vegne av Finansdepartementet, understrekes det at investoren er den svake part fordi hun har en informasjonsulempe ved at hun vanskelig kan etterprøve kvaliteten på den informasjonen distributøren/rådgiveren gir (Kreditttilsynet, 2008).



Figur 2.1: Forholdet mellom aktørene i markedet (Kredittilsynet, 2008)

I rapporten til Finanstilsynet (2008) skilles etterspørselssiden i sparemarkedet i to deler: Profesjonelle (institusjonelle) investorer som forvalter en større formuesmasse på vegne av en eller flere eiere eller rettighetshavere, den andre er vanlige personkunder, nemlig husholdningene som ønsker å investere egne sparepenger. Den profesjonelle investoren vil vanligvis ha fagkunnskap som eliminerer problemet med asymmetrisk informasjon og trenger derfor ikke å benytte seg av et distribusjonsledd, siden han uten høye kostander kan gjøre egne vurderinger av hvilket produkt som best passer hans behov. Dermed skjer forhandlingene direkte mellom produsenten av produktet og den profesjonelle investoren, hvor begge partene besitter samme informasjon, som illustrert i øvre del av figur 2.1. Personkunder har sjelden slik kunnskap, selv om de kan ha en høy formue de ønsker å spare (Kredittilsynet, 2008).

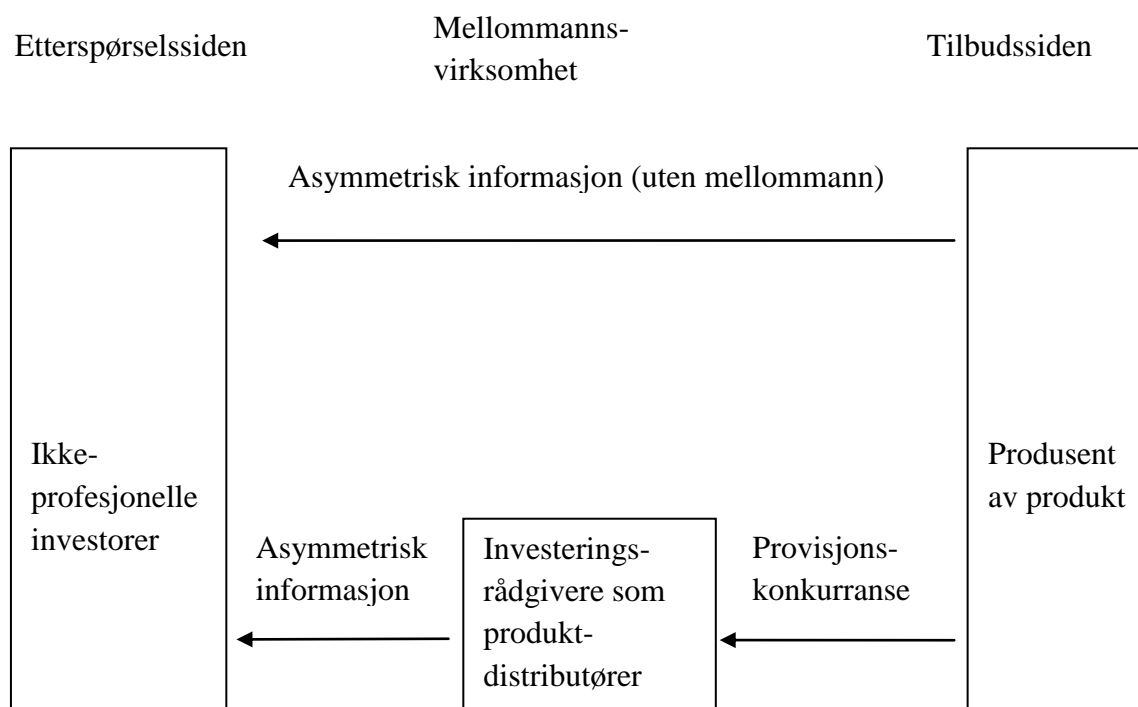
Jeg vil i oppgaven anse kommunene som en ikke profesjonell investor. Jeg ser ikke at kommunene oppfyller nivået på fagkunnskap som en profesjonell investor har, som vil eliminere problemet med asymmetrisk informasjon³. Fokuset i denne oppgaven ligger dermed på nedre del av figur 2.1, som representerer forholdet mellom distribusjonsleddet og ikke-profesjonelle investorer.

³ Begrunnelsen for dette vil utdypet nærmere i kapittel 4.

3 Avlønningssystemer

3.1 Modell

Jeg vil benytte meg av Finanstilsynets (2008) modellering av forholdet mellom aktørene i markedet. Fokuset ligger på forholdet mellom investeringsrådgiveren og den ikke-profesjonelle kunden, som lider av asymmetrisk informasjon. Dette illustreres i figur 3.1.



Figur 3.1: Forholdet mellom aktørene i markedet (Kreditttilsynet, 2008)

Investeringsrådgiveren vil betegnes som “Terra” og investoren som “kommunene” i kapittel 4. Ettersom jeg benytter meg av denne fremstillingen, bør det fremheves at flere aspekter av forholdet mellom Terra og kommunene blir forenklet.

En begrensning med denne modellen er at når forholdet mellom investoren – kommunen – og rådgiveren – som er selskapet Terra – analyseres, modelleres hver part som enkeltaktører. Det

er problematisk å modellere Terra som en enkeltaktør, ettersom dette er et selskap som består av flere aktører som er ledere eller ansatte innenfor forskjellige avdelinger⁴. Jeg skiller ikke i dette kapittelet mellom firmaet og den enkelte megler eller forvalter. Selskapet kan gi sine ansatte ulike insentiv ut i fra hvilke arbeidsoppgaver de har, og eksempelvis vil en megler vanligvis ha en annen belønningsstruktur enn en forvalter, selv om begge opptrer som rådgivere.

Dessuten kan den enkelte rådgiver som er ansatt i selskapet ha egne interesser som strider mot selskapets interesser. Jeg distanserer meg fra informasjonsproblemer og motstridende interesser innad i selskapet og ser på hele selskapet som en enhet, som i resten av kapittelet vil bli omtalt som rådgiveren⁵. I dette oppsettet fremstilles også kommunene som en enhet, selv om det innad i kommunen vil være politikere, rådmenn og en administrasjon som kan ha motstridende interesser. Også her distanserer min fremstilling av forholdet seg fra disse komplikasjonene, og fremstiller kommunen som et enkeltindivid.

Den forenklete modellen ser dermed på forholdet mellom to enkeltaktører: Terra og kommunene – som er preget av asymmetrisk informasjon. Forholdet mellom distributøren (Terra) og tilrettelegger (Citigroup) analyseres ikke direkte, men under avsnittet om provisjon til megleren, fremgår det at tilretteleggers provisjoner vil kunne påvirke insentivene til Terra.

For å forklare de forskjellige interessekonfliktene som kan forekomme mellom partene ved de ulike avlønningssystem, vil jeg bruke et enkelt oppsett hvor en gitt rådgiver og en gitt investor betraktes. Rådgiveren skal samle informasjon og gjøre en vurdering av hvilket produkt kunden skal investere i. For å fremstille dette på enklest mulig måte antas det at det kun finnes to produkter, eventuelt strategier, A eller B. Produkt A passer kundens interesser, mens produkt B gjør ikke. Det kan være ulike grunner for at B ikke passer kundens interesser. Vi antar at oppfølging av rådgiveren er kostbart, og investoren vet ikke hvilket av produktene som best passer hans interesser. Produktet som anbefales vil derfor bli valgt av investoren.

Rådgiveren kan, ved å gjøre en innsats, finne ut hvilket av produktene som best passer kundens interesser. Det åpnes for at rådgiveren kan velge å opptre opportunistisk, ved å

⁴ Blant annet var det Terra kapitalforvaltning som kom opp med de første investeringsmodellene til kommunene. Da de to rådgiverne som inngikk avtalene med kommunene skiftet posisjon til meglere i Terra Securities ble avtalene gjort mellom Terra Securities og kommunene.

⁵ I kapittel 4 og 5 vil jeg imidlertid fremheve dette skillet for å vurdere eventuelle påvirkninger av investeringsråd ved endringen av insentivstrukturen til de to rådgiverne.

forsøke å maksimere egne inntekter i det skjulte. Dermed er det ikke opplagt at rådgiveren alltid vil anbefale investering A, som er i kundens interesse. En optimal lønnskontrakt for investeringsrådgivere vil være en som minimerer interessekonflikten mellom partene.

3.2 Prestasjonsbasert belønning

Begrepet prestasjonsbasert belønning henviser til en flere ulike former for lønnsutbetalinger som har det til felles at de er basert på belønningsmottakerens prestasjoner (Kuvaas, 2008). Intensjonen bak en slik avlønningsform er å koble den ansattes innsats til resultater, slik at vedkommende blir motivert til å yte mer innsats. Kuvaas skiller mellom ulike former for prestasjonsbelønning og på hvilke grunnlag de bestemmes. Belønningen kan utbetales på kollektivt eller individuelt nivå, være basert på objektive kriterier eller subjektive vurderinger av adferd, eventuelt en kombinasjon av de to, og man skiller vanligvis mellom variable og faste lønnskomponenter.

Kuvaas viser til forskningsresultater som antyder at individuell variabel prestasjonsbelønning fungerer best for enkle oppgaver som er lette å måle og kontrollere. For mer sammensatte oppgaver er hovedfunnene i litteraturen at prestasjonsbelønninger kan virke “for godt”. Med dette menes det at den ansatte setter mye fokus på det som gir utslag på lønnen, som for eksempel hvor mye man selger, og mindre fokus på andre områder som selskapet også ønsker at den ansatte skal ha fokus på, som for eksempel kundetilfredsstillelse. Arbeidsoppgavene til en finansrådgiver kan man si er sammensatte og komplekse, og derfor svært vanskelige å måle. Å belønne rådgiveren ut i fra salg, skal sikre at han legger en innsats i å selge finansielle produkter og ikke bruker tiden på andre ting, som i prinsipal-agent modellen refereres til som å “skulke”. Men når arbeidsoppgaven er å ta gode investeringsbeslutninger på vegne av kunden, kan denne typen avlønning gjøre at fokus på egen vinning kommer i konflikt med å vurdere om investeringen er i kundens interesse (Kuvaas, 2008).

I en artikkel av Liu (2005) vurderes hvordan man skal motivere og lønne investeringsrådgivere. Hun identifiserer to potensielle insentivproblemer man bør ta hensyn til i denne vurderingen; det første er problemer vedrørende rådgiverens insentiver til å “skulke” og det andre er rådgiverens insentiver til å gi en uriktig fremstilling av informasjonen for å

påvirke investorens valg i en retning som tjener egeninteresse på bekostning av investorens inntekter. Prestasjonsbelønning blir komplisert når man både tar hensyn til at rådgiveren tjener penger for firmaet, samtidig som kunden skal bli fornøyd.

Avlønningsformene jeg vil gjennomgå er basert på individuelle prestasjoner, og utbetalingen vurderes ut i fra objektive kriterier. Utbetalingen er variabel i den forstand at den ikke er en del av den faste lønnen.

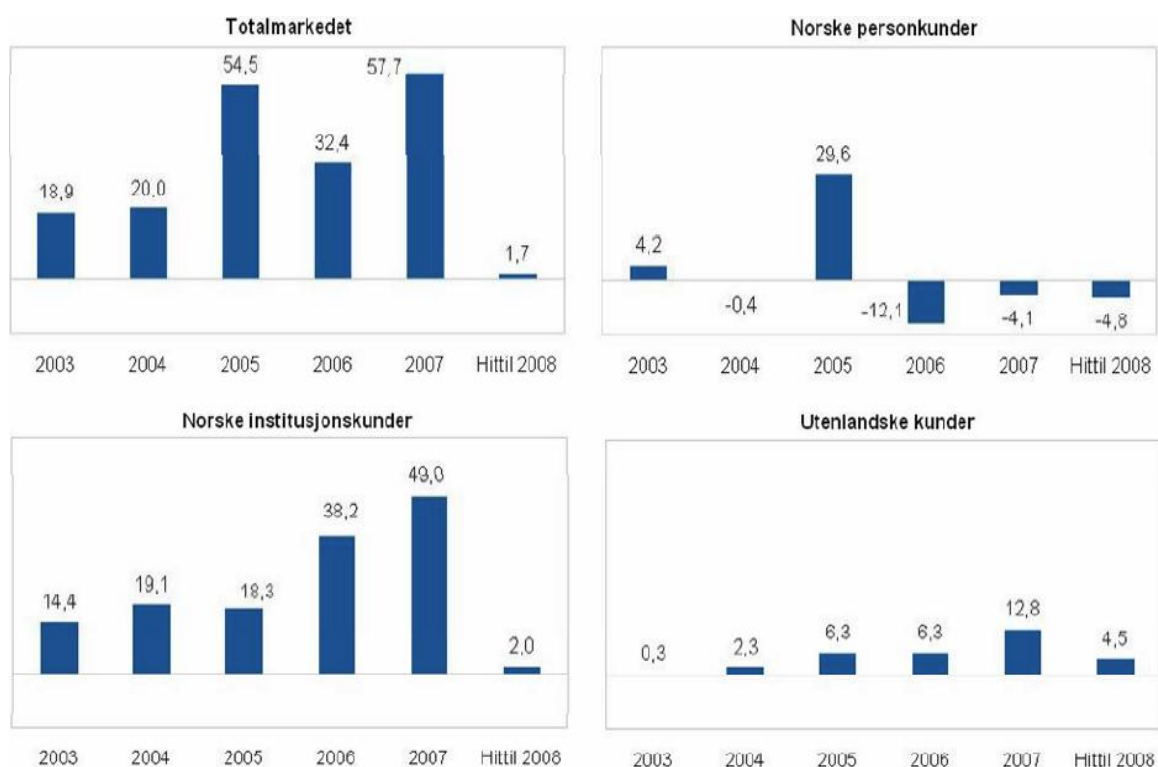
3.2.1 Provisjon til distributør via tilbyder

En vanlig form for avlønning av finansielle rådgivere er at avlønningen er provisjonsbasert. Rådgiveren mottar provisjon fra et tredjeledd, nemlig produsenten, for å selge deres produkt. Investeringsrådgiveren er et viktig mellomledd mellom produsenten og personkunden, spesielt siden det i dagens norske marked ikke er like mange lokale filialer, som tidligere var de aller viktigste distributørene. Dersom personlig kontakt er viktig for salg, er produsentene avhengige av rådgivere som gjennom personlig rådgivning kan anbefale produktet (Kredittilsynet, 2008). Finanstilsynet forklarer – i en utredning av det norske sparemarkedet på vegne av Finansdepartementet – hvordan produsentene kan ha sterke insentiver til å belønne distributørene for å selge deres produkt framfor konkurrentens (Kredittilsynet, 2008). Det beskrives at det oppstår en hard priskonkurranse mellom produsentene om å belønne distributørene på en “konkurransedyktig måte”, i tillegg til konkurransen om å skape høyest mulig avkastning for kundene.

Som Finanstilsynet belyser kan en situasjon oppstå hvor partenenes motstridende økonomiske interesser vil sette rådgiveren i en posisjon som investorens “motpart”, selv om han utgir seg for å være medspiller. I en del spareprodukter kan produsentene legge inn en høy provisjonssats til rådgiveren som selger det, og produsenten stiller sterkere i konkurransen om å gi rådgiveren høyest provisjon jo mindre gjennomsiktig den innbakte belønningen er (Kredittilsynet, 2008). Produsentene vil ha insentiver til å gi høye provisjoner, siden det vil være sparerne som finansierer denne med deres investerte midler.

Finanstilsynet fant det bemerkelsesverdig at det ikke er tilfelle at norske sparere så ofte velger fondssparing, som Finanstilsynet hevder gir god likviditet og risikospredning, og koster relativt mindre enn andre strukturerte produkter. Det vises til tall fra verdipapirfondenes forening som illustrerer nettotegningen i norskregistrerte verdipapirfond fra 2003 til mars 2007.

Nettotegning fordelt på kundegrupper



Tall i milliarder kroner



Figur 3.2: Nettotegning i norskregistrerte fond fordelt på kundegrupper

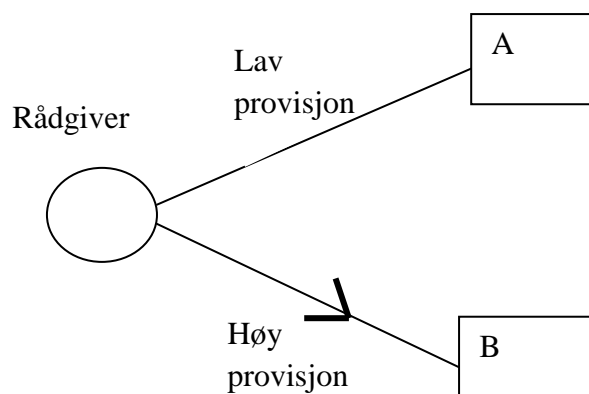
Fra figuren ser tilsynet en negativ utvikling i nettotegning hos privatkundene, og en positiv nettotegning for profesjonelle investorer. Dermed reduserer personkundene sine samlede innskudd i et spareprodukt som profesjonelle investorer finner det attraktivt å investere i. Samtidig hevder Finanstilsynet at husholdningers investeringer i syndikerte produkter økte sterkt utover 90-tallet og nådde en topp i første halvår 2006, hvor det var investert om lag 50 milliarder i slike produkter (Kredittilsynet, 2008). At personkundene tilsynelatende

substituerer bort investeringer i verdipapirfond, til fordel for strukturerte produkter som er dyrere, mindre likvide og mer risikable alternativ, oppfattes av tilsynet som irrasjonell adferd. Finanstilsynet hevder at asymmetrisk informasjon og rådgiverens økonomiske incentiver kan være med å forklare denne irrasjonelle adferden til personkundene, og at dette igjen indikerer at en rådgiver har stor påvirkningskraft på kundens valg (Kredittilsynet, 2008). Wathne & Biong (2009) hevder at et fellestrekk ved strukturerte produkter er at de oppfattes som svært kompliserte og vanskelige å forstå for kunden, både når det gjelder risiko og avkastningsmuligheter. Forfatterne forklarer at når en slik informasjonsasymmetri foreligger, ved at kjøper ikke kan på forhånd avgjøre om produktet har de kvalitetene vedkommende etterspør, oppmuntres selgeren til å opptre opportunistisk.

Hovedkritikken mot provisjonsbasert belønning er at rådgiverens økonomiske incentiver virker å være i konflikt med investorens interesser. En av grunnene til denne oppfatningen er at rådgiveren får sin provisjon for den anbefalte investeringen uavhengig av om den lykkes eller ikke (Robinson, 2006). Dermed vil incentivene mellom partene i noen situasjoner være uforenelige i og med at det alltid vil være mest lønnsomt for rådgiveren å anbefale investering. Finansdepartementet understreker at provisjonslønn gir investeringsrådgivere incentiver til å anbefale investering fremfor “ikke-investering” (Finansdepartementet, 2010). De skjeve incentivene som skapes ved salgsbasert avlønning kan derfor føre til at kunden overtales til å investere mer enn han opprinnelig hadde tenkt eller i andre aktivaklasser enn det som han i utgangspunktet ønsker, skriver Thomas Furueth i en nettartikkel for Morningstar (Furueth, 2010). Samtidig, ifølge Kuvaas (2008), finner Kjenslie og Kringlebotten (2008) at sannsynligheten for at rådgiveren selger produkter som gir bedre utbytte for selgeren enn for kunden er høyere dersom rådgiverens lønn er salgsbasert.

Som nevnt i begrunnelsen for forbudet, er interessekonflikten i dette tilfellet åpenlys. For å maksimere egen inntekt må rådgiver da anbefale produktene som gir dem høyest provisjon og ikke produktet som er best for kunden. Blant annet hevder Robinson (2006) at provisjonslønninger skaper et økonomisk incentiv for rådgiveren til å styre investoren mot produktene som gir høyest provisjon, selv om disse ikke nødvendigvis er best egnet for kunden. Dette er i tråd med blant annet funnene til Jones et.al (2005), som indikerer at kompensasjonen som rådgiveren mottar er relatert til hvilke produkter de anbefaler blant forskjellige fondsklasser. Høyere provisjoner er positivt relatert til hyppigheten av salget av en bestemt klasse fond.

Den eventuelle interessekonflikten er illustrert i figur 3.3, for to alternative produkter A og B. Man kan tenke seg at produkt A passer kundens risikopreferanser, mens produkt B vil en høyere risikoeksponering enn hva som er i investorens interesse. Av den grunn at kunden ikke selv vet hvilket produkt som best passer hans preferanser, vil vedkommende velge å investere i produktet som anbefales av investeringsrådgiveren. I det stiliserte tilfellet i figuren vil rådgiveren ha en økonomisk interesse av å anbefale B over A dersom B gir høyest provisjon.



Figur 3.3: Rådgivernes anbefaling kan påvirkes av størrelse på provisjonssats

Verdipapirhandellogen påbyr rådgivere å informere kunden om alle sidebetalinger som utløses av kundens kjøp som skal – i den grad loven følges – dempe de negative insentivvirkningene ved at deler av problemet med asymmetrisk informasjon elimineres (Kreditttilsynet, 2008).

På den annen side tolker Bentz (2001) i sin artikkel høyere provisjoner som et signal fra produsenten til kjøperen på uobserverbar produktkvalitet. Siden produktkvaliteten vanligvis ikke er opplagt for kjøper ved kjøpstidspunktet, hevder forfatteren at under visse antakelser om spareproduktene vil provisjon til forhandleren fungere som signal til kjøperen om kvalitet; høye provisjoner signaliserer høy kvalitet. Denne tolkningen gir en alternativ forklaring til Finanstilsynets observasjoner om at produsentene vil ha insentiver til å gi høy provisjon til mellomledet, siden det er sparerne som finansierer denne.

3.2.2 Symmetrisk bonuskontrakt

En vanlig symmetrisk kontrakt er en hvor rådgiver mottar en prosentandel av fondet under forvaltning i tillegg til en prosentandel av gevinst eller tap i forhold til referanseporteføljen. Betegnelsen “symmetrisk kontrakt” brukes i flere teoretiske artikler, og beskriver en avlønningsform hvor gevinsten rådgiver mottar for å overgå markedet er i symmetri med tapet rådgiveren må bære en del av dersom kundens portefølje undergår markedet. I neste avsnitt drøftes tilfellet hvor belønningen er av asymmetrisk slag, det vil si at forholdet mellom tap og gevinst til rådgiver er asymmetrisk, spesielt ser vi på en asymmetrisk belønningsform hvor det kun finnes en oppside for rådgiveren. Golec & Starks (2004) presenterer en symmetrisk bonuskontrakt på følgende måte:

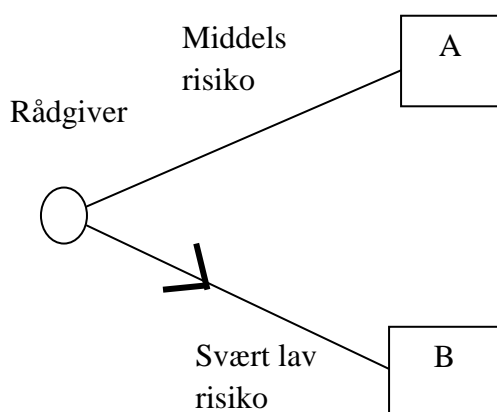
$$Lønn = \begin{cases} K_0I + K_pI(R_i - R_m) & \text{hvis } R_i < R_m \\ K_0I + K_bI(R_i - R_m) & \text{hvis } R_i \geq R_m, \end{cases} \quad (1)$$

Hvor I er investert beløp, R_i er totalavkastning av porteføljen, R_m er totalavkastning fra referanseporteføljen, og K_0 , K_p , og K_b er henholdsvis prosentvise basis-, bonus- og straffeparametere. For at kontrakten skal være symmetrisk, må $K_p = K_b$, slik at straffen for å undergå markedet er lik bonusen for å overgå markedet. Den mest kjente fordel med en symmetrisk bonuskontrakt, er at den forener rådgiveren og investorens økonomiske interesser. Nærmere bestemt, er det slik at under en symmetrisk lønnsmodell får investeringsrådgiveren mer betalt når verdien av porteføljen stiger og mindre betalt når verdien faller. Starks finner i sin teoretiske modell (1987) at en symmetrisk kontrakt dominerer en asymmetrisk kontrakt i å forene insentivene til forvalteren med investorens.

Empiriske undersøkelser av symmetriske kontrakter (se bl.a Golec & Starks (2004)) i forhold til asymmetriske kontrakter, som utdypes nærmere i neste avsnitt, viser at symmetriske bonuskontrakter er forbundet med lavere valg risikonivå på porteføljene enn asymmetriske kontrakter. Rådgiveren vil under en symmetrisk kontrakt også ta innover seg nedsiderisikoen, siden dårlige prestasjoner også vil gå utover avlønningen til investeringsrådgiveren.

Robinson (2006) peker imidlertid noen begrensninger med en slik symmetrisk kontrakt⁶. Han fremhever at siden rådgiverens utbetalte lønn er basert på størrelsen av aktiva, kan rådgiveren bli motvillig til å tilby investeringsløsninger som ikke involverer at rådgiveren forvalter porteføljen eller anbefalinger som kan redusere størrelsen på forvaltede midler. Eksempelvis kan en ha lavere tilbøyelighet til å anbefale kunden å investere i for eksempel eiendom eller å råde investoren til å redusere gjeld, selv om det kan være i kundens interesse å gjøre nettopp dette. Det vises i neste avsnitt hvordan lønnsstrukturen kan skape insentiver til å råde investoren til å øke gjelden, som kan være til rådgiverens fordel.

Dessuten, ettersom rådgiveren også lider av eventuelle tap under en symmetrisk kontrakt, vil imidlertid rådgiveren kunne opptre som risikoavers på vegne av investoren. Rådgiver kan ønske å velge et lavere risikonivå enn investoren ønsker. Interessekonflikten illustreres i figur 3.4. Gitt at kunden ønsker en viss risikoeksponering for å kunne oppnå høyere avkastning, vil investering A være i kundens interesse. Produkt B kan man tenke seg er investering i obligasjoner og liknende instrumenter som gir lav risiko. Gitt at kunden ikke selv vet hvilken investering som best passer hans preferanser, kan rådgiveren ved å råde investoren til å velge B, i størst mulig grad sikre at han ikke selv får et negativt utslag på egen lønn.



Figur 3.4: Rådgiver kan ha insentiver til å opptre som risikoavers på vegne av kunden

⁶ Disse begrensningene gjelder, kanskje i enda større grad, for asymmetriske kontrakter som diskuteres i neste avsnitt.

For å redusere egen risikoeksponering, kan rådgiveren kopiere referanseporteføljen i stor grad, som igjen gjør at investoren ikke vil dra særlig nytte av rådgiverens ekspertise. En annen innvending mot en symmetrisk kontrakt er at rådgiveren kanskje ikke vil akseptere at hans lønn kan få en negativ utløsning for forhold han ikke har mulighet til å forutse.

3.2.3 Asymmetrisk bonuskontrakt

I en typisk asymmetrisk kontrakt mottar rådgiveren en prosentandel av fondet som forvaltes pluss en prosentandel av gevinsten i verdien av fondet målt relativt til en referanseportefølje.

$$L_{\text{lønn}} = \begin{cases} K_0 I & \text{hvis } R_i < R_m \\ K_0 I + K_b I(R_i - R_m) & \text{hvis } R_i \geq R_m, \end{cases} \quad (2)$$

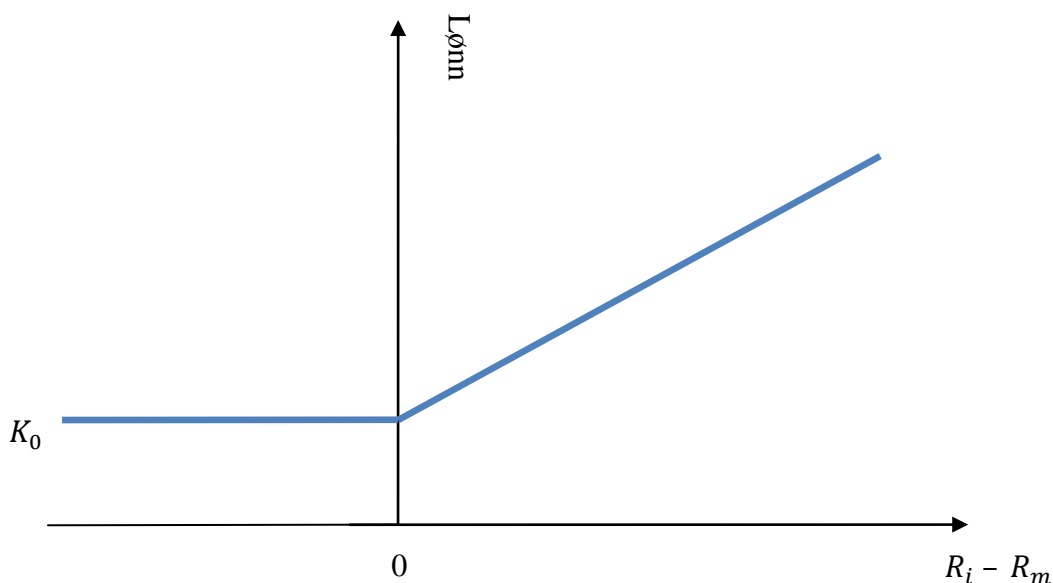
Oppsettet er det samme som i forrige avsnitt, bortsett fra at straffeparameteren fra (1) er her satt lik null. En asymmetrisk kontrakt kan også være en hvor generelt $K_p \neq K_b$, mest typisk at straffeparameteren er lavere enn bonusparameteren, men jeg vil her se på kun tilfellet hvor straffeparameteren er null og nedsiderisikoen for rådgiveren er ikkeeksisterende. Ved denne asymmetriske lønnsstrukturen vil det ikke være noen nedsiderisiko for rådgiveren, som vil endre hans oppfatning av porteføljerisikoen relativt til hans risikooppfatning under en symmetrisk kontrakt (Golec & Starks, 2004). En investeringsrådgiver som er kompensert ved en asymmetrisk bonuskontrakt vil stå ovenfor en konveks gevinst, som kan resultere i større risikotaking som vist i teoretiske modeller av Grinblatt & Titman (1989) og Starks (1987).

Den konvekse belønningsstrukturen investeringsrådgiveren står ovenfor med en asymmetrisk bonuskontrakt illustreres i figur 3.5⁷. Den enkleste bonuskontrakten har to deler; en basislønn, K_0 , og en bonus, basert på i hvilken grad avkastningen til den forvaltede porteføljen

⁷ Figuren er lik en figur hentet fra artikkelen til Grinblatt og Titman (1989), men her er navnet på de ulike variablene endret.

overstiger avkastningen til en viss referanseportefølje. Den realiserte verdien av denne kontrakten kan representeres følgende uttrykk:

$$Lønn = K_0 + \max [0, K_b (R_i - R_m)]$$



Figur 3.5: Belønning som en funksjon av porteføljeavkastning utover avkastning fra referanseportefølje (Grinblatt & Titman, 1989)

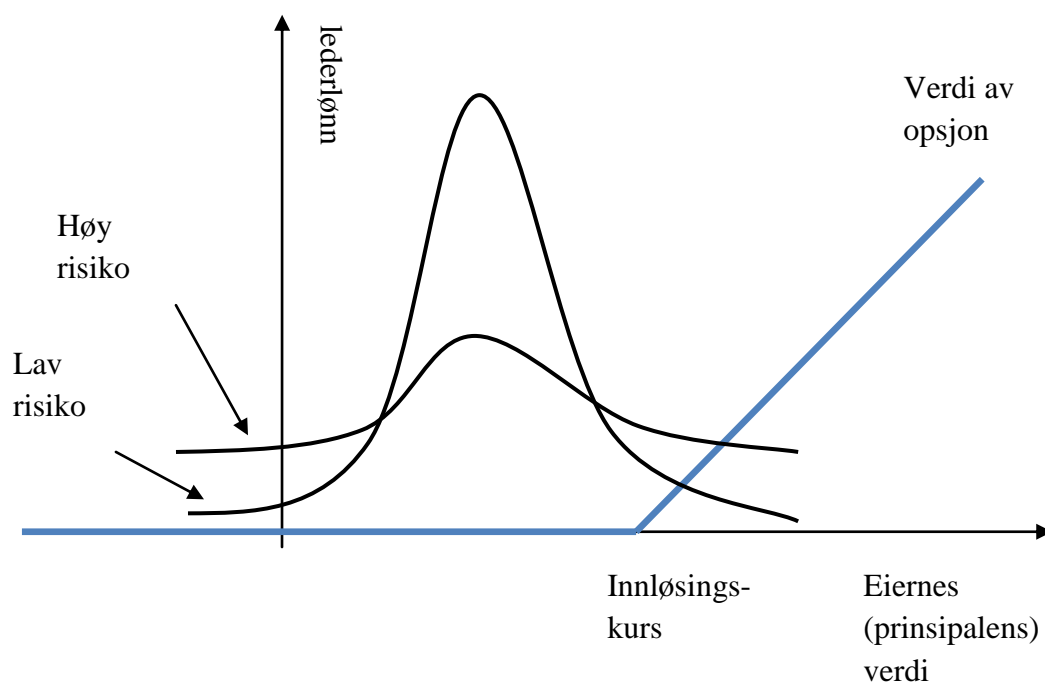
Diagrammet plotter kontraktens prosentvise belønning til rådgiveren som en funksjon av forskjellen mellom avkastning fra egen portefølje og avkastning fra referanseporteføljen. Som vi kan se er belønningen en konveks funksjon. Uten nedsiderisiko for rådgiveren, vil insentiver for å gamble og utkonkurrere markedet kunne være tilstede. Ideen her er at dersom rådgiver tar høy risiko på vegne av investoren vil han selv ha større mulighet for å tjene en stor bonus. Dersom investeringene skulle gå dårlig, vil ikke tapet påvirke rådgiverens inntekt i større grad enn at vedkommende ikke får utbetalt bonusen.

I Grinblatt og Titmans studie (1989) brukes teori om opsjonsprising for å verdsette og analysere flere aktuelle prestasjonsbelønningskontrakter. Analysen viser at dersom parameterne for disse kontraktene er ikke riktig valgt, vil forvalteren kunne ha insentiver til å endre risikoen i porteføljen til et nivå som vil være uheldig for klientenes velferd. Tendensen for en investeringsrådgiver avlønnet ved en asymmetrisk bonuskontrakt til å velge for

risikable strategier på vegne av kunden, kan relateres til topplederens insentiver til å ta høy risiko på vegne av selskapet, når en del av lederlønnen er i form av kjøpsopsjoner. Vi har nettopp en tilsvarende konveks belønningsstruktur for bedriftsledere med opsjoner som en del av avlønningen.

Kjøpsopsjoner er en vanlig del av avlønningen til ledere i bedrifter i dag, og ble populært i Norge utover 1990- tallet. I 2005 utgjorde aksjer og aksjeopsjoner 34% av lønnen til toppledere (Randøy og Skalpe, 2007). En kjøpsopsjon gir den ansatte ved et spesifisert tidspunkt, bortfallsdatoen, retten til å kjøpe aksjer i selskapet til en viss innløsningskurs. Opsjonene er verdiløse dersom realisert kurs ender opp under innløsningskursen, og er ellers verdt differansen mellom markedsprisen og innløsningskursen (Tirole, 2006). Denne formen for insentivlønn skal motivere lederen til å arbeide for at selskapets kurs øker, uten å risikere tap.

Avlønningsformen er ment for å skape sammenfallende insentiver for lederne og eiere av selskapet; den forsikrer at begge parter ønsker økt aksjekurs. Belønningsstrukturen til lederen illustreres i figur 3.6



Figur 3.6: Risikopreferanser ved en kjøpsopsjon (Tirole, 2006)

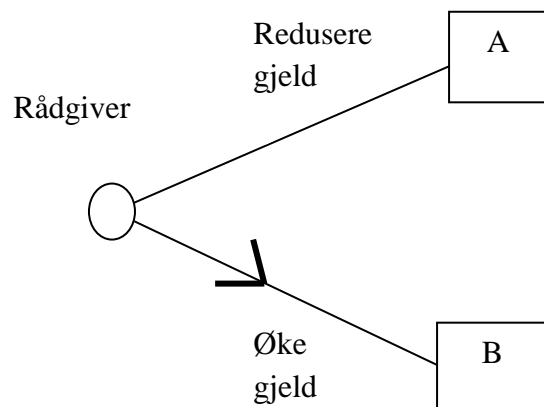
Innehaver av en kjøpsopsjon er beskyttet mot nedsiderisiko på samme måte som en rådgiver er med en asymmetrisk belønningsstruktur. Dette er både en fordel og en ulempe; det hindrer at lederen er risikoavers på bedriftens vegne, men kan derimot i visse situasjoner føre til at lederen opptrer risikosøkende. Vi ser i figur 3.6 at avlønningen har en knekk i punktet hvor markedskursen overstiger innløsningskursen og er en stigende funksjon av differansen mellom de to kursene. Dermed står lederen ovenfor en konveks gevinst, og har følgelig insentiver til å søke risiko. De to bjelleformede kurvene viser sannsynlighetsfordeling for aksjekursen med henholdsvis valg av risikabel strategi og sikker strategi. Fordelingen med de tykkeste halene representerer den risikable strategien, hvor det er en større sannsynlighet for usedvanlig høy gevinst, eventuelt veldig stort tap. Insentivene til å velge risikable strategier er spesielt sterke dersom lederen innser at det er svært usannsynlig at verdien overstiger innløsningskursen innen den gitte perioden under vanlig strategi. Lederens opsjon er da “out of the money”, og har liten eller ingen verdi med mindre firmaet gjør det usedvanlig bra innen bortfallsdatoen (Tirole, 2006). Han vil dermed ønske å velge risikable strategier som et forsøk på å skape høy verdi av sine opsjoner. Skulle vedkommende mislykkes, vil uansett eierne bære tapet.

Golec & Starks (2004) tester empirisk hypotesen om at en rådgiver med en asymmetrisk kontrakt vil velge høyere risikonivå på sin portefølje enn en identisk forvalter kompensert ved en ellers identisk, symmetrisk kontrakt. Forfatterne tar utgangspunkt i en amerikansk lovendring foretatt av den amerikanske kongressen og Security Exchange Commission⁸ (SEC) som bestemte at dersom prestasjonskontrakter ble benyttet, skulle de være symmetriske. SEC fryktet at rådgivere kompensert ved en asymmetrisk kontrakt ville påta seg for mye risiko. Ideen er at dersom rådgiveren gambler og utkonkurrerer markedet tjener han en bonus, men dersom gamblingen gir dårligere resultater enn referanseporteføljen gir dette ikke et negativt utfall på lønnen (Golec & Starks, 2004).

Forfatterne finner støtte for hypotesen, noe som kan bidra til å underbygge hypotesen om at asymmetriske kontrakter er korrelert med høyere risikonivå enn en ellers lik symmetrisk kontrakt. Dessuten kan det argumenteres for at ved den gitte belønningsfunksjonen, vil insentivene til å overtale kunden til å gå med på høy giring av investeringene kunne være et potensielt problem. Å få investor til å gå med på å øke gjeld for å investere kan da være i rådgiverens interesse, selv i tilfeller hvor mest fornuftige strategi for kunden kan være å

⁸ Securities Exchange Commission i Amerika tilsvarende Finanstilsynet i Norge.

reducere gjeld. Dette understrekes av blant annet Robinson (2006). I figur 3.7 illustreres den potensielle interessekonflikten.



Figur 3.7: Ved en asymmetrisk bonuskontrakt kan rådgiver ha insentiver til å overtale kunden til å øke gjeld, uavhengig av om dette er beste strategi for kunden.

Dersom det alltid er lønnsomt for rådgiveren å forvalte høyest mulig volum, vil han kunne være lite tilbøyelig til å foreslå gjeldsreduksjon, selv om dette kan være mer lønnsomt for kunden. I valget mellom strategi A og B, og strategi A er mest lønnsomt for kunden, vil rådgiveren likevel være fristet til å anbefale strategi B som gir ham høyere inntekter.

Lånefinansiereing

Lånefinansiering kan simpelthen forklares som bruken av lånte penger. Et firmas gjeld-egenkapital rate refereres ofte til som giring (Bodie & Merton, 2000). Det å ta på seg mer gjeld er kjent som å “gire opp”, eller å øke lånefinansieringen. Med en høyere grad av giring kommer naturligvis en høyere risiko. En måte for en investor å gire opp investeringene sine kan forklares med et eksempel. Anta at en person har 100 millioner kroner som han ønsker å investere i aksjer. Aksjer gir åtte prosent forventet avkastning, så 100 millioner investert i aksjer vil gi årlig forventet avkastning på 108 millioner kroner. Hvis vedkommende derimot setter 300 millioner i aksjer, hvor 200 millioner av disse er lån med risikofri rente på 4 prosent, vil personen i stedet i forventning sitte igjen med 116 millioner på slutten av året etter nedbetalt lån. Investoren har her en giringsrate på tre. Vi ser at det er mulighet for å forstørre gevinsten betydelig med å gire opp investeringene. Der imidlertid et viktig poeng at den

forventede aksjeavkastningen ikke er en sikker avkastning, *forventet avkastning er på åtte prosent*, men utfallet i en gitt situasjon kan naturligvis avvike fra dette. Man kan like gjerne oppnå en negativ avkastning, som da også forstørres i forhold til tapet dersom man investerer egenkapital. Man kan altså ende opp med å tape penger man ikke har.

Dersom investeringsrådgiveren mottar en andel av verdien til kundens portefølje når den overskrider referanseporteføljen, kan insentivene til å gi fondet høy verdi være sterke. En mulighet til å forstørre gevinsten i kundens portefølje er å anbefale kunden å gire opp investeringene. Å anbefale kunden lånefinansiering vil være en måte å forstørre gevinst men også tap. Spesielt siden nedsiderisikoen ikke ligger på rådgiveren, men heller på klienten, heller dette mot at insentivene er svært sterke. Investorens kapitalinnsats vil svinge i verdi tilsvarende graden av lånefinansiering. Dersom man har anledning til å lånefinansiere sine investeringer tre ganger, vil det si at man kan investere et visst beløp hvor to tredjedeler av dette beløpet er lån. Si at man for eksempel investerer 300 millioner hvor 200 av disse er lån. Ved en 10 prosent økning i fondet vil investoren få en avkastning på 30 prosent. Tilsvarende dersom fondet synker med 10 prosent vil investoren tape 30 prosent av sin egeninnsats ⁹.

Dersom man kun investerer egenkapital i aksjer, vil forventningen til investeringen være lik forventningen til de underliggende aksjene, $EX = ES$, og standardavviket til X vil være lik standardavviket til S , $std(X) = std(S)$.

Dersom man derimot lånefinansierer investeringene slik at man kan kjøpe tre ganger så mye aksjer, $X = 3S - B$, vil forventningen til X være høyere, $EX = 3ES - EB$, men standardavviket til X vil også blåses opp. Lånet er fast med en risikofri rente så variansen til X blir lik $Var(X) = 9Var(S)$ og standardavviket $\sqrt{9Var(S)} = 3std(S)$. Hvis man antar at standardavviket til S er på 10%, vil standardavviket til X være tre ganger så stort, altså 30%. Relatert til eksempelet over vil man uten giring ha forventet avkastning på 108 millioner med standardavvik på 10, med giring vil investoren ha en forventet avkastning på 116 millioner, men med standardavvik på 30. ¹⁰

⁹ I enkelte av Terra papirene hadde et fond anledning til å gires opp inntil åtte ganger ved bruk av lån. Endringer i verdien av papirene hadde dermed stort utslag på avkastningen til investor.

¹⁰ Kommunene endte med å investere i allerede oppgirede produkter. De kjøper dermed X , som allerede er oppgiret inntil ti ganger. X vil dermed ha høyt standardavvik.

I Terra saken hadde papirene såkalte triggermekanismer, som gjorde at dersom verdien av papirene falt til et visst nivå, måtte kommunene stille med penger i garantier (Hofstad, 2008, s. 221). For å referere tilbake til eksempelet kan vi tenke oss at investeringene til kunden i eksempelet over faller med 55 prosent ¹¹. Verdien av investeringene er dermed 300 millioner-150 millioner =150 millioner. Investoren har fortsatt lånet på 200 millioner, og dermed er nettogevinsten til investoren 150 millioner-135 millioner = -65 millioner. Investoren må dermed stille med 50 millioner kroner for å unngå at investeringene blir tvangssolgt. Denne mekanismen var et av aspektene ved investeringene til kommunene som gjorde dem svært risikable.

3.3 Fastlønn

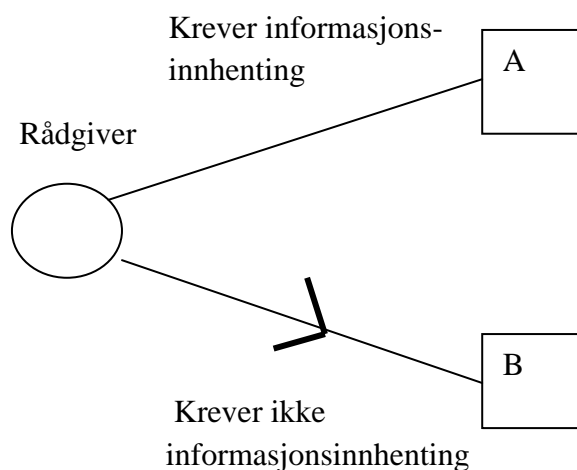
En rådgiver kan også operere under et fast gebyr. Noen kan ta et fast gebyr for å sette opp en investeringsplan, eller for å gjennomgå kundens portefølje, eller man kan ta ren timebetaling for rådgivning. Det er også vanlig at investeringsrådgivere kombinerer disse to, hvor investoren betaler en avgift for at rådgiveren utvikler en plan, og deretter betaler for timer med rådgivning (Robinson, 2006). Uansett er rådgiverens lønn uavhengig av kjøpsanbefalingene. Rådgiverens gevinst er ikke knyttet til verdien av porteføljen, som ved en prestasjonsbelønningskontrakt.

En slik kompensasjonsform fremstår tilsynelatende som en som unngår de uheldige interessekonfliktene som diskutert i tidligere avsnitt. Med et fast gebyr eller timebetaling virker det åpenlyst at rådgiveren ikke har insentiver til å holde tilbake informasjon eller gi påvirkede investeringsråd (Robinson, 2006). Det er også en klar gjennomsiktighet i hvor mye rådgiveren faktisk tar seg betalt. Dette kan som tidligere forklart være et problem ved andre avlønningssystemer, på tross av Finanstilsynets påbud for rådgivere å opplyse kunden om alle sidebetalinger som utløses ved kundens kjøp og salg (Kredittilsynet, 2008). Ved at rådgiverens belønning ikke avhenger av størrelsen på aktiva, hevder Robinson (2006) at

¹¹ I Terra papirene måtte kommunene stille med garantier dersom investeringene falt under 55 prosent av pålydende verdi (Hofstad, 2008, s.134)

rådgiveren her i motsetning til de to prestasjonsbelønningskontraktene kan være mer tilbøyelig til å vurdere investeringsråd som gjeldsreduksjon eller for eksempel investeringer i eiendom. Insentiver til å tilrå høy grad av lånefinansiering har her ingen grunn til å være noe sterkere for rådgiveren enn for investoren.

Med en gitt lønn har også ulemper. Når avlønning ikke er knyttet til prestasjoner vil det være rom for “skulking”, som betyr at rådgiveren i mindre grad benytter tiden til å utføre sine arbeidsoppgaver, og mer tid på personlige gjøremål. Dette er som forklart av blant andre Kuvaas (2008) i artikkelen om prestasjonsbelønning hovedgrunnen til at man innfører prestasjonslønn. En fast lønn for rådgiveren kan demed resultere i at han benytter for lite tid på å hente inn informasjon. Dermed kan anbefalinger gjøres på et tynt informasjonsgrunnlag, som ikke vil tjene kunden. Med referanse tilbake til modellen introdusert i begynnelsen av kapitlet, vil rådgiveren kunne anbefale et produkt over et annet, uten å ha gjort nok arbeid for å komme frem til konklusjonen. Som antatt passer produkt A kundens interesser. Dette vil derimot ikke være opplagt for rådgiveren at dette er tilfelle, med mindre rådgiveren yter nok innsats til å hente inn informasjon.



Figur 3.8: Fast lønn kan gi lave incentiver til å hente inn informasjon.

Dersom incentivene til å hente inn informasjon er svake, kan man ende opp i en situasjon hvor rådgiveren anbefaler produkt B over A, på grunn av at aktøren ikke har hentet inn informasjon

til å finne ut at produkt A faktisk passer kundens interesser best. Informasjonen rådgiveren bygger sin anbefaling på kan i verste fall ikke være noe mer enn hva kunden selv kunne funnet ut, og for kunden å betale en rådgiver for hans ekspertise vil dermed være unødvendige kostnader, som påpekes av Robinson (2006).

3.4 Langvarige kundeforhold

Flere av de teoretiske modellene som hittil har blitt nevnt, er begrenset i den forstand at de bare betrakter en periode (se bl.a Starks (1987) og Golec & Starks,(2004)). Dermed vil ulike forhold som er viktige på lengre sikt bli utelatt i analysen.

Golec & Starks (2004) gransker ikke effektene av multiperiode-insentiver, som virkningene av rådgiverens prestasjoner og valg av risiko på verdien av hans humankapital eller effekten av tidligere prestasjoner på dagens valg av risiko. Robinson (2006) poengterer at de fleste rådgivere hevder at den tilsynelatende tydelige interessekonflikten ikke gir et riktig bilde av rådgiveres adferd og at partenes interesser er betydelig mer forente enn hva som er den genelle oppfatningen. Argumenter for dette er den skarpe konkurransen i finansnæringen og å tiltrekke seg kunder er derfor vanskelig. Antar man at kunder etter hvert vil forlate rådgivere som misbruker deres tillit, da er det absolutt mulig at rådgivere har et insentiv til å gi avkall på den kortsiktige gevinsten gjennom å maksimere egen salgsbasert inntekt, mot å beholde fornøyde investorer i det lange løp. Verdien av at de beholder investoren på lang sikt, og at investoren refererer deg til andre investorer, vil ofte i praksis overstige verdien av den kortsiktige gevinsten som vil anses som en “one-shot deal”.

Siden finansielle institusjoner ofte bryr seg om å opprettholde kundeforhold, inkluderer modellen til Bolton et. al.(2007) også såkalte ryktekostnader som følge av misvisende rådgivning. Ryktekostnaden tolkes som et tap av fremtidige forhandlinger med den bestemte kunden eller fra kundens videreformidling til andre kunder at denne rådgiveren bevisst driver villedende eller forvirrende rådgivning. For å modellere det faktum at rådgiveren bryr seg om sitt rykte, gjør Bolton et. al. en antagelse om at selskapet lider et tap når en løgn fortalt til en kunde fører til kjøp av kunden. Tapet oppstår fordi det finansielle produktet er et erfaringsgode; kunden ser hvilken gevinst investeringen gir og kan sammenligne dette med

den opprinnelige forventede avkastning lovet av distribusjonsleddet. Dermed inkluderes flere viktige aspekter i den teoretiske modellen enn kun maksimering av inntekt på kort sikt.

Men det bør også underskrekkes at i dette kapitlet har det ikke blitt satt fokus på muligheten for at rådgiverens interesser kan være motstridende i forhold til selskapets interesser¹².

Rådgiveren vil kunne være tilbøyelig til å oppnå en kortsiktig gevinst, ettersom de kan ha muligheten til å flytte til et annet meglerhus.

¹² Se avsnitt 3.1

4 Tilfellet med Terra Securities

4.1 Terra-saken

Saken begynte å rulle etter 31. oktober 2007, da Finansavisen kommer med første sak om Terra- skandalen. Det ble da kjent at de fire nordlandskommunene Rana, Narvik, Hattfjelldal og Hemnes hadde investert store summer i amerikanske produkter som besto av et stort antall obligasjonslån (NOU, 2011, s. 71). De fire kommunene investerte tilsammen 451 millioner kroner. Det var meglerhuset Terra Securities som anbefalte og solgte produktene til kommunene, som var satt sammen av den amerikanske storbanken Citigroup.

Kommunene endte med å investere i flere ulike produkter, men felles for alle produktene var at de var ekstremt kompliserte, og på en eller annen måte giret som ga investor et ikke-lineært forhold mellom investerte midler og avkastning, eventuelt tap, som ble tilfelle med Terra-investeringene. For eksempel hadde et fond hadde anledning til å gires opp inntil ti ganger (Hofstad 2008). Dette gjorde at produktene hadde en svært høy risiko, som kommunene hevder de overhodet ikke forsto. Kommunene hadde hovedsakelig finansiert disse og tidligere investeringer, med lån opptatt med sikkerhet i fremtidige kraftinntekter.

Papirene inneholdt en såkalt “triggermekanisme”, som gjorde at kommunene måtte skyte inn mer penger dersom markedsverdien av produktet falt til et visst nivå av den opprinnelige verdi. Med mindre kommunene stilte opp med garantiinnbetalinger hadde Citibank rett til å tvangsselge papirene. Flere norske kommuner – Vik, Bremanger, Kvinesdal og Haugesund – hadde også investert store beløp i samme type høyrisikofond. Verst var det for Bremanger som hadde investert 350 millioner kroner i kraftfond. Haugesund hadde investert 227 millioner, og til slutt Vik og Kvinesdal med henholdsvis 140 og 43 millioner kroner (E24.no, 2007).

Utover høsten 2007, da finanskrisen slo inn og det amerikanske kredittmarkedet kollapset, falt papirene til de åtte kommunene drastisk i verdi. Dersom investeringene falt under 55 prosent av pålydende verdi måtte kommunene stille med garantier, som det sto i en klausul i investeringsavtalen. Kommunene ble derfor nødt til å stille med mer penger i sikkerhet, for å

unngå av Citibank avsluttet kontraktene (NOU, 2011). I september 2007 nektet kommunene å dekke flere tap. Rådmennene i kommunene mente at Terra-rådgiverne ikke hadde informert godt nok om risikoen for å tape penger på produktene, og krevde med dette at Terra dekket tapene (E24.no, 2007). Papirene måtte selges og kommunene realiserte enorme tap. Eksempelvis led de fire nordlandskommunene et tap på til sammen 350 millioner kroner (NOU, 2011).

Det ble også gjort klart at låneopptakene til kommunene var i strid med kommuneloven. Etter kommuneloven § 50, er det ikke anledning til å låne til kjøp av aksjer og obligasjoner. Videre setter § 52 setter rammer for hvilken risiko kommuner kan påta seg. Det ble i januar 2008 konkludert av fire fylkesmenn at begge bestemmelsene er brutt av samtlige kommuner (Hofstad, 2008, s 106).

Den 28. november 2007 ga Finanstilsynet forvarsel til Terra Securities at de ville inndra konsesjonen til å drive med aksje- og fondsforvaltning. Selskapet slo seg selv konkurs dagen etter (Hofstad, 2008).

4.2 Forholdet mellom Terra Securities og kommunene

De tre aktørene i denne saken er kommunene som investorer, Terra Securities som distribusjonsledd og Citibank som produsent av produkt. Dette forholdet illustreres i figuren nedenfor. Når det gjelder forholdet mellom meglerne i Terra Securities og de norske kraftkommunene anser jeg kommunenes status som ikke profesjonelle investorer. Likevel kreves det en viss økonomisk kompetanse for å være ansatt som rådmann i en kommune, så man bør forvente at en kommune vil ha mer økonomisk kunnskap enn en vanlig personkunde. Denne kunnskapen er forøvrig generell, som kunnskap innen administrasjon, regnskap og ledelse, og man kan dermed ikke forvente at en rådmann skal ha spesifikk fagkunnskap til å sette seg grundig inn i viktige kriterier som risiko, avkastning og likviditet. Kommunene som investorer forvalter en stor formuesmasse på vegne av innbyggerne i kommunen, men likevel

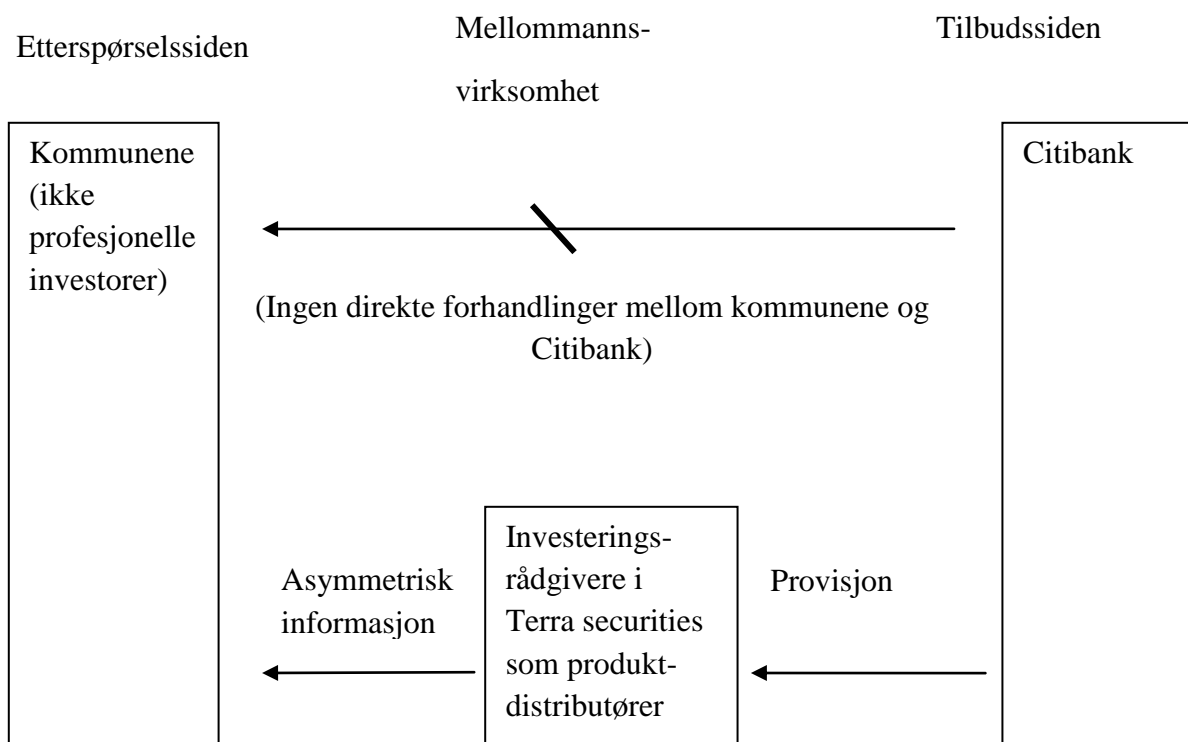
hadde ikke kommunene fagkunnskap som eliminerte problemet med asymmetrisk informasjon, og hadde dermed behov for å benytte seg av et distribusjonsledd for å investere pengene, nemlig Terra Securities.

En annen viktig grunn til at jeg mer eller mindre likestiller kommunene med en vanlig personkundes kompetanse, er at samtlige kommuner kun benyttet seg av Terra Securities som både rådgiver og selger (Hofstad, 2008, s.11). Kommunene har i ettertid blitt kritisert for ikke å ha støttet seg på annen ekstern rådgivning (Hofstad, 2008, s. 148). Dette er med på å svekke kommunenes posisjon enda mer vedrørende informasjonsasymmetrien. Kommunene har ingen objektiv tredjeperson til å kritisk vurdere Terras råd, og ender dermed opp i større grad følge anbefalinger uten å vurdere andre alternativ. Finanstilsynet hevder også at kommunene ikke er å anse som profesjonelle investorer (NOU, 2011).

Spesielle forhold med Terra - saken er de nære båndene mellom kommunene og rådgiverne. Kommunene og Terra har hatt nære relasjoner, noe som blant annet illustreres gjennom flere felles firmaturer gjennom Europa og et seminar hos Citibank i London. SV's Kristin Halvorsen gikk så langt som å uttale at kommunene har hatt et forhold til bankene som om det skulle vært deres egen bestemor (Dagsavisen.no, 2007).

I Wathne & Biongs (2009) artikkel advares det mot for nære bånd mellom rådgiver og kunde, ettersom dette vil svekke kundens kritiske sans. Forfatterene refererer til et studie av Kjenslie og Kringlebotten (2008) som viser at jo mer kunden har opplevd rådgiverforholdet som et "vennskap", jo sterkere er inntrykket av at rådgiveren har holdt tilbake informasjon angående risiko om investeringen. Som det kommer frem senere i oppgaven, var det flere forhold som kommunene hevder de ikke hadde kunnskap om eller ikke forsto seg på, blant annet den høye risikoen investeringene innebar.

Kommunene var ikke i direkte forhandlinger med Citibank, men benyttet Terra Securities som mellommann.



Figur 4.1: Forholdet mellom Terra Securities og Kommunene

Avtalene mellom Terra Securities og kommunene er godt dekket i Hofstads bok om Terra saken (Hofstad, 2008). Her benytter jeg også alternative kilder som nyhetsartikler og offentlige rapporter. Citibank er produsenten av produktene som Terra solgte videre til kommunene. Citibank er ikke direkte involvert, det er Terra Securities som mellommann som anbefaler kommunene til å kjøpe produktene fra Citibank. Jeg vil anta at Citibank som produsent av produktene vil, som forklart tidligere, kunne ha insentiver til å legge inn høye provisjoner til distribusjonsleddet siden dette finansieres av kunden. Provisjonene til Terra Securities for å selge Citibanks produkter vil påvirke Terras insentiver. Som vi har sett i litteraturen, kan en interessekonflikt oppstå mellom kommunene og Terra.

Kommunene har mindre informasjon enn rådgiverne har om de gitte produktene. I brevet fra Finanstilsynet til Terra Securities kritiseres det faktum at produktene har vært kompliserte for kommunene (Hofstad, 2008, s. 63). Wathne & Biong (2009) hevder at et fellestrekk ved strukturerte produkter er at de oppfattes som svært kompliserte og vanskelige å forstå for kunden, både når det gjelder risiko og avkastningsmuligheter. Disse to kriteriene ble tidligere

i oppgaven¹³ trukket frem som to av de tre kriteriene en kunde forholder seg til for å avgjøre kvaliteten på et produkt. Forfatterne hevder at når en slik informasjonsasymmetri foreligger, ved at kjøper ikke kan på forhånd avgjøre om produktet har de kvalitetene vedkommende etterspør, oppmuntres selgeren til å opptre opportunistisk. Rådgiveren kan prioritere egne mål fremfor investorens.

4.3 Terra papirene

Hofstad deler samarbeidet mellom kommunene og deres rådgivere inn i fire faser, hvor første fase er låneopptaket. Ifølge Hofstad (2008, ss. 94-98) kommer Terra-meglerne opp med følgende investeringsmodell til kommunene: Kommunene sikrer strømprisen for en ti års periode, ved å avtale med kraftselskapet at de kjøper strøm av kommunene til en fast strømpris i ti år fremover. Dermed får kommunene muligheten til å ta opp lån på disse faste inntektene. Videre investeres pengene i aktiva med høyere avkastning enn lånekostnaden. Ved å la de faste inntektene betjene renter og avdrag på lånet, kan lånet forsvinne på 10 år, og investeringene skal vokse med en merverdi. Modellen Terra solgte til kommunene kan forstås som statisk, og virker ikke å ta i betraktning det dynamiske makroøkonomiske bildet. Ved avtaleinngåelsen er både strømprisene og rentene svært lave. Når dette er en langsiktig modell vet man at bildet kan forandres, siden renter og strømpriser ikke er statiske verdier (Hofstad, 2008, s.23). De første avtalene mellom Terra og kommunene blir inngått rundt 2001 (Hofstad, 2008, ss. 94-95). Investeringene til kommunene er i begynnelsen plassert i diversifiserte porteføljer bestående av aksjer og obligasjoner, som kan oppfattes som nokså fornuftige ifølge Hofstad (2008, s. 94).

Høsten 2003 innledes hva som betegnes som fase to, med at investeringene legges om til Credit Linked Note (CLN). Den opprinnelige investeringsmodellen forlates dermed til fordel for investeringer i CLN. Dette er en struktur hvor et antall obligasjoner fra mange ulike utstedere settes sammen til en struktur hvor alle investorene mottar en lik avkastning og står overfor en lik kredittrisiko. Dersom en av utstederne går konkurs vil alle investorene miste en

¹³ Avsnitt 2.1, s.15.

tilsvarende del av sin hovedstol¹⁴ (Kommunalbanken Norge, 2007). Investeringsomleggingen er mer komplisert og risikabel enn de opprinnelige investeringene gjort i fase en, men Kommunalbanken Norge (2007) hevder imidlertid i en vurdering av kommuneinvesteringene at det ikke kunne slutes at CLN investeringene representerer vesentlig finansiell risiko. Derimot konkluderes det på grunnlag av likviditetsrisikoen, at dette er et produkt som bør holdes til forfall.

Årene 2005-2006 beskrives som tredje fase, der rådgiverne anbefaler kommunene en ny omlegging av investeringene til Collateralized Debt Obligation (CDO), som igjen har en enda mer kompleks struktur enn CLN. Uten at jeg vil gå for mye inn på detaljene i dette produktet beskriver Kommunalbanken Norge (2007) at i en CDO har man en ikke-lineær effekt som nesten kan sammenlignes med at man har lånefinansiert investeringen:

“Dette gjøres ved at ulike investorgrupper har ulik grad av eksponering mot tap som oppstår i porteføljen, og at noen investorer risikerer å tape hele sitt investerte beløp selv om for eksempel kun 5 % av underliggende portefølje har gått konkurs, mens andre investorer tåler 10 prosent konkurser før deres hovedstol begynner å nedskrives.” (Kommunalbanken Norge, 2007).

CDO er altså strukturert på samme måte som en CLN, bortsett fra at investorene er inndelt i transjer med ulik “rating” hvor transjer med lavest “rating” må ta eventuelle tap først. Investors risiko er dermed helt forskjellig internt i den samme CDO (Hofstad, 2008, ss. 218-219). Disse investeringene konkluderes med å representere en vesentlig finansiell risiko (Kommunalbanken Norge, 2007). Det understrekes dessuten at *det fåtall* investorer som er villige til å investere i CDOer med samme rating som kommunene, vil typisk være sofistikerte investorer med villighet til å påta seg høy risiko. Videre påpekes det at det i hele tatt er få investorer som er bekvem med en slik investering og i så tilfelle vil de gå inn i transjer med høyere rating. Denne investeringen er dermed en investering som er svært komplisert, forbeholdes som hovedregel profesjonelle investorer¹⁵. Noen kritikere mener at slike CDOer ser ut til å være konstruert på denne måten for å beskytte bankene selv, som ofte eier den høyest ratede transjen (Hofstad, 2008, s. 219).

¹⁴ Med hovedstol menes det opprinnelige gjeldsbeløpet.

¹⁵ Kommunene anses som ikke- profesjonelle investorer.

Omleggingene til CDO er ifølge Hofstad etter at CLN- papirene har “gått på en smell” (Hofstad, 2008, s. 97). Som følge av tap i CLN investeringene byttes de dermed ut til fordel for CDO, og holdes dermed ikke til forfall. En gransker av saken påpeker Terras tilsynelatende tendens til å “rulle” tap inn i nye investeringer:

“Det virker som om tap i investeringene har blitt skjult for kommunene ved at de så ofte har blitt lagt om” (Hofstad, 2008, s. 81).

Ved å råde kunden å investere i et annet, mer komplisert produkt som kunden vil ha enda vanskeligere å forstå seg på, kan det være vanskeligere å vurdere hvordan investeringene ligger an i forhold til utgangspunktet.

I juni 2007 stiller de fire kommunene i Nordland sine CDOer som sikkerhet for amerikanske kommuneobligasjoner. Dette beskrives av Hofstad som fjerde fase. Investeringene i dette fondet har anledning til å gires opp ti ganger ved bruk av lån som gjør at endringer i verdien i fondet har kraftig utslag på kommunenes egenkapital (Hofstad, 2008, s. 98). Med en så høy grad av giring forklarer Kommunalbanken Norge (2007) at en eventuell avkastning på investeringen i fondet kan økes vesentlig, men samtidig økes potensielt tap i tråd med giringen dersom investeringen ikke gir positiv avkastning¹⁶. Det påpekes videre at det ikke er tilfelle at høy grad av giring øker sannsynligheten for at et tap inntreffer, men at konsekvensene ved at et tap inntreffer vil bli tilsvarende større. Det presiseres også at den såkalte giringen gjelder internt i fondet, så kommunene kunne ikke tape mer enn de hadde investert. Men likevel er beløpet de har investert i utgangspunktet et lån fra norske banker¹⁷. Verdipapirene som kommunene kjøpte var også utstyrt med såkalte “triggermekanismer”. Når verdien av papirene falt til et visst nivå, var kommunene forpliktet til å stille med mer penger i garantier for å unngå at papirene ble tvangssolgt (Hofstad, 2008, s. 221).

Investeringene som kommunene nå satt med hadde svært høy risiko. Det foreligger risiko for krav om innbetaling av garantier, og mulighet for at de kan tape hele investeringen og på dette punktet er det ingen tvil fra Kommunalbanken Norge (2007) sin side at denne investeringen utgjør “vesentlig finansiell risiko”.

¹⁶ Som forklart under avsnitt om lånefinansiering. Investors avkastning, eventuelt tap forstørres i tråd med graden av giring.

¹⁷ Se “fase en”, side 31, avsnitt 4.3.

4.4 Terra`s avlønningssystem

4.4.1 Regulering

Da Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) ble gjeldende i norsk lov, ble også tjenesten investeringsrådgivning gjort konsesjonspliktig¹⁸. En investeringsrådgiver skal dermed følge verdipapirhandelloven. Loven gjelder meglerhus som gir personlig rådgivning, altså ikke banker. Innen bankvirksomhet er rådgiverne regulert av en annen lov.

Finansrådgivere som jobber i banker og driver med finansieringsvirksomhetslån, kan kun ta vederlag fra kunden. Dermed er det et skille mellom de to typene og hvilken regulering de er under, og følgelig hvilken belønning de mottar.

Frem til juni 2010, hvor Finansdepartementet i brev til Finanstilsynet forbyr verdipapirforetak å gi lønn til investeringsrådgiverne som er direkte knyttet til salg (Finansdepartementet, Salgsbasert avlønning av investeringsrådgivere er ulovlig, 2010), har verdipapirforetak i prinsippet kunnet lønne de ansatte slik de ville. I brevet slår departementet fast at tolkningen er slik at salgsbasert avlønning av investeringsrådgiveren ikke er i tråd med verdipapirhandelloven. Det slås fast at verdipapirforetak kan også bare unntaksvis motta betaling fra andre enn kunden, herunder for eksempel provisjoner fra en leverandør¹⁹. Dersom salgspolisjon ikke er forbudt har man sett en tendens til at rådgiveren får kunden til å kjøpe produkter som gir provisjon. Det er opp til den som lager spareproduktene hvor høy provisjon som gis. Begrunnelsen for forbudet kan enkelt forklares med at dersom salg ikke forekommer, bør man heller ikke motta salgspolisjon. Loven skal sikre at avlønningssystemet ikke gir insentiver til å selge feil produkter til kunden.

¹⁸ Konsesjon: særlig en tillatelse av offentlig myndighet som etter lovgivningen er nødvendig for å sette i verk et økonomisk tiltak, f.eks. erverv av fast eiendom eller igangsetting av visse slags næringsvirksomheter (Wikipedia, 2011)

¹⁹ Se Finanstilsynet Rundskriv 17- 2010

Verdipapirselskapet Terra Securities ble dermed regulert av verdipapirloven, slik den var forstått før tilsynet i 2010 slo fast at salgsbasert avlønning var ulovlig, og selskapet sto fritt til å lønne de ansatte slik de selv ville.

4.4.2 Provisjoner

Å finne en detaljert beskrivelse av Terra Securities' avlønningssystem viste seg å være vanskeligere enn tidligere forventet da jeg begynte å skrive masteroppgaven. For å finne en beskrivelse av belønningsstrukturen til de ansatte i Terra Securities, har jeg i denne oppgaven hovedsakelig forholdt meg til opplysninger jeg finner i Hofstads (2008) bok, som dekker Terra saken. Boken er skrevet av en journalist, for et allment publikum, med en vinkling nødvendig for å fange en bred interesse. Derfor vil jeg forsøke å forholde meg med forsiktighet til denne kilden, ettersom det ikke er en vitenskapelig kilde. Det er dessuten uklart med detaljer i avlønningssystemet. Det vil bli satt hovedfokus på avlønningsstrukturen til to hovedrådgivere som satt opp avtalene med kommunene. I avsnitt 4.3 deles avtalene mellom Terra og kommunene inn i fire faser. I henhold til de nevnte fasene, er de to investeringsrådgiverne forvaltere i fase en, mens fra og med fase to skifter de aktuelle rådgiverne stilling til meglere. Denne endringen vil trolig ha betydning for insentivstrukturen.

I fase en er rådgiverne ansatt som forvaltere. Hofstad (2008, s. 96) skriver at Terra tjener på å forvalte kommunenes midler. Som forvalter betales det gjerne en fast årlig sats av porteføljen til rådgiveren som forvalter den. Dermed vil det være mer lønnsomt for rådgiveren jo høyere volum som forvaltes, uavhengig om vedkommende er kompensert med en symmetrisk eller asymmetrisk belønningskontrakt, eller kun en fast sats av investerte midler, som vil være tilfelle dersom man setter både bonus og straffeparameteren lik null i (1). De første avtalene som ble inngått mellom Terra og kommunene ²⁰, var investeringer i aksjer og vanlige obligasjoner. Dette er altså før de forskjellige produktene fra Citibank er med i bildet. I skatteliste for 2002 ser man at de to rådgiverne har inntekter på henholdsvis 640.000 og 520.000 NOK (DN.no, 27.11-2007)

²⁰ Se avsnitt 4.3, "første fase".

For meglere kommer vanligvis pengene fra hver handel. Meglerne mottar provisjon for hver avtale som inngås (Hofstad, 2008, s. 96). Fra fase to og videre skifter de to ansatte posisjon til meglere. Når belønningsstrukturen til megleren er provisjonsbasert har vi sett i litteraturen at rådgiveren og kunden kan ha motstridende interesser. Terra Securities får provisjoner fra Citibank for å selge deres produkt. Fra produsentens synspunkt, har vi sett at siden belønningen til mellomledet betales av investoren, kan insentivene til å gi høy salgsprovisjon til mellomledet være sterke (Kredittilsynet, 2008). Et hovedpoeng i affæren er at den modellen som i utgangspunktet ble satt opp i utgangspunktet, ble forlatt fordel for at kommunens penger heller ble investert i få og store enkelthandler. Investeringene omsettes hyppig med store marginer per omsetning, ifølge funn fra granskerne (Hofstad, 2008, s. 97).

I rettsaken mellom Terra og kommunene beskrives overgangen fra fase en til de følgende fasene, som et "skifte av strategi". Fra å investere kommunenes midler i aksjer og vanlige obligasjoner gikk anbefalingene over til mer kompliserte produkter som blant annet CLN og CDO. Det er med disse investeringsskiftene av Terra skal ha regnet seg de uforholdsmessige provisjonene (vl.no, 20.12-2007). Dagens næringsliv finner i skattelistene at inntektene til de to rådgiverne som hovedsakelig står for avtalene med kommunene stiger betraktelig de følgende årene. I 2005 tjener de to meglere rundt 2,7 og 3 millioner kroner, og at begge meglere påfølgende år mer enn fordobler sine inntekter til henholdsvis 6,9 og 7,2 millioner kroner (DN.no, 27.11- 2007). Dette tyder på at produktene som kommunene ble rådet å investere i trolig har gitt rådgiverne betydelige provisjoner.

Det er uklart hvor høye honorarene som går til meglere er i forhold til markedet generelt, men det virker fra funn granskere av saken har gjort, at disse er av særdeles høy størrelse. Hofstad siterer blant annet finanseksperter Tor Sydnes, som hevder provisjonene til Terra-meglerne har vært langt fra moderate (Hofstad, 2008, s. 149). Tor Sydnes fra Wassum Consult, som ble hyret av Bremanger kommune like før konkursen i Terra Securities, kommenterer hvordan han aldri har sett maken til honorarer i markedet for institusjonelle investorer:

"Terra regner seg veldig store honorarer for hver eneste omlegging av kommunenes investeringer. Vi har funnet provisjoner på opp til 10,22 prosent for en enkelt transaksjon.(...) Terra Securities holdt noe av dette skjult" (Hofstad, 2008, s. 80).

Ifølge beregninger som Wassum Consult har utført, kunne rundt halvparten av en eventuell gevinst bli “spist opp” av Terra og Citigroup. Dermed mener finanseksperter at kommunenes investeringer ga et stort misforhold mellom avkastning og risiko (DN.no, 22.11-2007).

Vi har dermed et tilfelle med asymmetrisk informasjon mellom rådgiver og kunde, hvor det ser ut til at Terra Securities går over til å få betalt provisjon for salg. I litteraturen har vi sett at med informasjonsasymmetri mellom partene, kan belønningsstrukturen til rådgiveren ha betydning for interessekonflikten mellom partene, og dermed påvirke rådgiverens insentiver til opportunistisk adferd. Jeg vil videre undersøke om valgene som har blitt gjort, kan forklares av litteraturen om belønningskontrakter som har blitt omtalt i kapittel 3.

4.5 Diskusjon - Hvordan samsvarer hendelser i Terra- saken med teori om belønningssystemer?

Ved inngåelsen av de første avtalene mellom kommunene og Terra i første fase, er de to investeringsrådgiverne ansatt i Terra Kapitalforvaltning. Som forvalter er det vanlig at man tjener årlige faste satser for å forvalte midlene til investoren (Hofstad, 2008, s. 96).

Rådgiverne hadde dermed trolig en inntekt som avhang av volumet de forvaltet. Inntektene til rådgiver øker derfor med volum under forvaltning. Når rådgiverens inntekter øker med nivået på forvaltede midler, kan rådgiver ha insentiver til å råde kunden til å låne, for å investere et større volum²¹. At samtlige avtaler mellom Terra og kommunene i utgangspunktet bygger på lånefinansiering av investeringer, er dermed noe man ville ha forventet fra teorien. Ettersom Terra rådgiverens lønn i første fase ikke påvirkes av hvilke typer produkter kommunene investerer i, vil man i henhold til teorien forvente at det både er i rådgivers og kundens interesse å gjøre “fornuftige” investeringer. I det som beskrives som fase en, plasseres midlene i diversifiserte porteføljer av aksjer og obligasjoner, som igjen gir inntrykk av, og grunn til å anta at rådgiver tar innover seg at egen inntekt knyttes til verdien av kommunenes porteføljer.

²¹ Som vi har sett i avsnitt 3.2.2 og 3.2.3

Et viktig punkt er at de to rådgiverne i 2004-2005 går over fra Terra Kapitalforvaltning til Terra Securities. Skiftet av posisjon fra forvalter til megler innebærer et annet belønningssystem, og en helt ny insentivstruktur. Dersom en går over fra en avlønning hvor inntektene er koblet til verdien av porteføljen, til en provisjonsbasert belønningsstruktur, vil teoretisk sett insentivene til rådgiveren også endres. Investeringsrådgiveren vil gå over til kun å fungere som et mellomledd. Risikoen ved investeringer anbefalt av rådgiveren vil ikke lenger være en faktor som påvirker rådgiverens inntekt. Vi har sett at rådgiveren vil kunne settes i posisjonen som kundens motpart, dersom rådgiveren prøver å styre kunden inn i produkter for å maksimere egne provisjonsinntekter (Kreditttilsynet, 2008). Hovedproblemet som fremheves i litteraturen som omtaler provisjonsbetaling til rådgiveren, er at når rådgiveren mottar provisjon fra salget uavhengig om investeringen lykkes, kan det foreligge en interessekonflikt mellom investoren og mellomleddet (Robinson, 2006). Rådgiveren vil dersom en interessekonflikt oppstår, kunne ha insentiver til å opptre opportunistisk på bekostning av investoren.

Endringene i belønningsstrukturen til rådgiverne hender samtidig med det som beskrives som fase to, hvor investeringene til kommunene blir lagt om til CLN. Overgangen beskrives som en mer risikabel investeringsstrategi som ikke nødvendigvis er egnet for ikke-profesjonelle investorer (Kommunalbanken Norge, 2007). Denne omleggingen tyder på at insentivstrukturen trolig vil ha betydning for hvilke produkter rådgiveren tilbyr. Endringen i avlønning ser ut til å gi Terra insentiver til å anbefale bestemte papirer ettersom de gir større provisjoner. Hva vi ser fra og med fase to, er også at anbefalingene går over til bestemte papirer, som CLN, CDO og obligasjoner linket til amerikanske kommunefond, som gir provisjoner til mellomleddet Terra Securities.

Ved omleggingen til CDO i tredje fase, selges investeringene plassert i CLN, med et tap. CLN papirene sies å ha en betydelig likviditetsrisiko (Kommunalbanken Norge, 2007), og egner seg til investeringer som med stor sannsynlighet vil sitte til forfall. CLN papirene byttes ut til CDO, som sannsynligvis ikke vil være til fordel for kunden, siden man ved salg av en mindre likvid plassering har en risiko for å måtte gi en "likviditetsrabatt", som vil gå ut over den høyere avkastningen kunden egentlig ønsker ved å begi seg ut på investeringen. I dette skiftet kan det se ut som rådgivere setter egne interesser først, ved at Terra vil motta en betydelig provisjon for omlegging. Samtidig peker påstander om at Terra ofte omlegger investeringene for å skjule tap mot opportunistisk adferd.

Kommunalbanken Norge (2007) påpeker at likviditetsrisikoen også gjelder for investeringene i CDO og obligasjonene linket til det amerikanske kommunefondet. Den aktive forvaltningen av investeringene står dermed i motsetning til hva som vil være til fordel for kunden. At kommunen stadig anbefales å selge seg ut av investeringer før forfall, peker mot at belønningsstrukturen til rådgiveren kan oppmuntre til hyppig omlegging av investeringene. Fra fase to og utover, fungerer Terra kun som mellomledd og bærer ingen risiko ovenfor investeringene til kommunene.

Kommunene endte med å investere i produkter de opprinnelig ikke hadde tenkt, som Furuseth understreker kan være et problem som følge av interessekonflikten mellom rådgiver og kunde. Ifølge Hofstad (2008, s.92) var samtlige investeringer gjort ved konkret anbefaling av Terra. Investeringene var opprinnelig plassert i en diversifisert portefølje bestående av aksjer og obligasjoner, og ble som vi har sett omlagt til mer risikable investeringsalternativer.

Å holde tilbake eller forvrengte informasjon er som diskutert tidligere måter hvor agenten kan maksimere sin egen nytte i det skjulte. Det vi har sett er at rådgiverne i Terra holder noen av honorarene skjult for kommunene. Dette er et eksempel på informasjonstilbakehold, som vil være til gunst for Terra. Å meddele med kunden at selskapet tjener høye provisjoner dersom kunden velger et bestemt produkt, og dermed gjøre kunden oppmerksom på interessekonflikten, vil mest sannsynlig føre til at kunden er mer kritisk til motivene til selskapet ved å anbefale akkurat denne investeringen. Dermed, med å holde tilbake informasjon vedrørende sidebetalinger, vil rådgiver kunne oppnå mer tillit og mer sannsynlig lykkes med å overtale kunden til å gjøre investeringen som gir rådgiveren høyere inntekt. Verdipapirhandellogen skal dempe denne interessekonflikten ved å sette rammer for når selskapet kan motta betaling fra en tredjepart. Verdipapirselskap kan kun unntaksvis kan motta vederlag fra andre enn kunden, og ved unntak skal ifølge verdipapirhandellogen tre vilkår være oppfylt. For det første skal rådgiver gi skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi før tjenesten ytes, vederlaget skal også være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og det skal ikke svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på best mulig måte (Finanstilsynet, 2010).

Verdipapirene som kommunene kjøpte var også utstyrt med såkalte “triggermekanismer”. Når verdien av papirene falt til et visst nivå, var kommunene forpliktet til å stille med mer penger i garantier for å unngå at papirene ble tvangssolgt. (Hofstad, 2008, s. 221). Det kommer også frem i rettsaken mellom Terra og kommunene at rådgiverne ikke har informert godt nok om

triggermekanismen. Viktig informasjon angående risiko ble altså holdt tilbake. Kredittilsynets (2008) observasjoner om at ikke profesjonelle kunder investerer i kompliserte, mer risikable og relativt dyrere alternativ enn profesjonelle investorer kan ha begrunnelse i rådgiverens tilbakeholding av informasjon. Dersom rådgiverens selv får en gevinst ved å anbefale et produkt som ikke er gunstig for kunden, kan vedkommende opptre opportunistisk ved å for eksempel sette høyt fokus på positive sider ved investeringen mens informasjon vedrørende nedsiderisikoen til investeringen holdes tilbake. Sommeren 2007 da papirene falt i verdi, og kommunene ble bedt om å betale inn garantier slik at investeringene ikke skulle bli tvangssolgt, skriver Hofstad (2008, s.178) at anbefalingene til rådgiverne er fortsatt at kommunene må sitte videre på investeringene og forsikrer via epost om at risikoen for å tape penger på papirene “er svært lav som følge av kreditthendelser”.

En del hendelsene i Terra saken kan forklares som handlinger man vil forvente ut i fra teori om avlønning. Ettersom detaljer i avlønningssystemet er noe uklart, og jeg ikke finner en klar oversikt over hvor høye honorarer Terra kan regne seg i hvert tilfelle, er det vanskelig å trekke slutninger om hvordan anbefalingene som ble gjort i fase tre og fire, henger sammen med avlønningen til rådgiverne. Generelt fra og med fase to kan man i teorien forvente at anbefalingene går over til bestemte papirer. Dessuten, ettersom nye omlegginger vil tilsvare nye provisjoner til Terra, vil de som rådgiverne kunne anbefale nettopp å legge om, selv når dette ikke vil være til fordel for kunden. Mangel på informasjon om provisjoner til Terra fra de forskjellige papirene, gjør at det blir problematisk å trekke slutninger nettopp om hvorfor de bestemte papirene blir anbefalt. Hofstad (2008, s. 8) skriver i tillegg at spor i saken indikerer at selv selgerne mistet oversikten over hva de faktisk solgte. Det kan også være endringer i Citibanks insentiver som påvirker endringene i investeringene, forhold som ikke har blitt analysert i denne oppgaven. Det trenges sannsynligvis mer informasjon med hensyn til Citibanks insentiver for å gi et mer fullstendig bilde av forholdene. Likevel belyser episoden med Terra Securities og kommunene flere uheldige insentiver og interessekonflikter som kan forekomme på grunn av avlønningssystemer.

5 Konklusjon

Fokuset i oppgaven har vært på forholdet mellom investeringsrådgiver og kunde, et forhold som lider av markedssvikten asymmetrisk informasjon. Siden begge parter ønsker å maksimere egen inntekt, er det viktig med et belønningssystem til rådgiveren som i størst mulig grad gjør insentivene til partene sammenfallende. Som følge av asymmetrisk informasjon mellom rådgiver på den ene siden, og investor på den andre siden, kan interessekonflikten føre til at investeringsanbefalingene vil være påvirket til å tjene rådgiverens egne økonomiske interesser, og dermed ikke et resultat av en vurdering av hva som passer kunden best. Ettersom det er rådgiverens økonomiske interesser som er roten til den potensielle konflikten mellom de to partene, fant jeg det som det interessant å vurdere ulike avlønningssystemer til rådgiveren, og hvordan disse forskjellige belønningsstrukturene påvirker interessekonflikten.

Jeg har betraktet ulike avlønningsstrukturer for investeringsrådgivere, hvor alle belønningsstrukturene har fordeler og ulemper. Prestasjonsbelønning blir som sagt komplisert når oppgavene til rådgiveren er sammensatte og vanskelige å måle. Hovedfunnene i litteraturen om provisjonsavlønning er at interessekonflikten mellom rådgiveren og kunden kan være vesentlig, og empirien viser til at rådgivere kompensert ved provisjon ser ut til å opptre opportunistisk, ved å forsøke å maksimere egne provisjonsinntekter i det skjulte. En asymmetrisk belønningsstruktur vil hovedsakelig være problematisk, ettersom rådgiveren ikke tar innover seg nedsiderisikoen ved kundens investeringer. Rådgiveren kan ønske å ta for høy risiko på investorens vegne. Symmetriske bonuskontrakter demper noen av de uheldige insentivene som kan forekomme under en asymmetrisk kontrakt, ettersom rådgiveren ved en slik avlønning deler risiko med investoren. En symmetrisk prestasjonsbelønning dominerer sådan en asymmetrisk kontrakt i den forstand at belønningsformen skal redusere interessekonflikten mellom partene. Begge kontraktene gjør imidlertid at rådgiveren har insentiver til å forvalte så stort volum som mulig, som kan gi rådgiver insentiver til å overtale investoren til å gå med på lånefinansiering. Likevel er det ikke så enkelt at en fast lønn til rådgiveren vil løse insentivproblemene. En fast lønn til rådgiveren kan gi svake insentiver til å hente inn informasjon som anbefalingen til kunden skal baseres på. En fast lønn vil i tilfeller med asymmetrisk informasjon være forbundet med “skulking”.

Tilfellet med Terra Securities og kommunene viser at utforming av avlønningssystemet til rådgiveren er svært viktig. Det er grunn til å anta at Terra gikk over til provisjonsbaserte tjenester. Hendelsene videre i saken tyder på at insentivstrukturen i avlønningssystemet har innvirkning hvilke produkter rådgiverne tilbyr kommunene, noe som er i tråd med teori som omhandler provisjoner til rådgiveren. Dersom det er tilfelle at produkter ble anbefalt på grunnlag av at de gir høyere provisjoner til mellomledet, reiser dette igjen spørsmålet om hvorfor nettopp disse produktene var så lønnsomme for mellomledet å videreselge. Insentivene til tilretteleggeren Citigroup, som står på andre siden av forholdet, er imidlertid ikke analysert eksplisitt i denne oppgaven. Men det finnes flere påstander om hvordan Citibank tjener mye på de bestemte investeringene. De gitte produktene hevdes å være bygget opp på en slik måte at Citibank vil tjene penger uavhengig av om utfallet for kommunene skulle bli en katastrofe (DN.no, 21.11-2007). Det vil nok være nødvendig å se på hvilke insentiver som ligger på produsentsiden, og for hvilke produkter det legges inn høy provisjon for virkelig å få det fulle og hele bildet av saken.

Litteraturliste

- Bentz, A. (2001). Is Commission - Based Financial Advice Always Bad Advice? CMPO Working Paper Series No. 01/42.
- Bodie, Z., & Merton, R. C. (2000). *Finance*. Upper Saddle River: Prentice Hall, Inc.
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2007). Conflicts of Interest, Information Provision and Competition in the Financial Services Industry. *Journal of Financial Economics* Vol. 85, No.2, 297-330.
- Dagens Næringsliv. (2011). "De burde solgt støvsugere". Papirutgaven 01.04-2011, side 10.
- Dagsavisen.no. (2007). "Halvorsen: Banken er ikke bestemora di". (27.11-2007). Tilgjengelig på: <http://www.dagsavisen.no/innenriks/article322640.ece>, (lastet ned: 17.03-2011)
- DN.no. (27.11-2007). "Terra-Rådgiverne tjente grovt". Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1248366.ece>, (lastet ned: 28.02-2011)
- DN.no. (20.12-2007). "Hinsides Honorarer". Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1275710.ece>, (lastet ned: 28.02-2011)
- DN.no. (22.11-2007). "Enorm risiko - minimal oppside". Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article1241654.ece>, (lastet ned: 19.03-2011)
- E24.no. (2007). "Dette er Terra-skandalen". (20.12-2007). Tilgjengelig på: <http://e24.no/makro-og-politikk/dette-er-terra-skandalen/2122946>, (lastet ned: 01.10-2010)
- Finansdepartementet. (2010). "Salgsbasert avlønning av investeringsrådgivere er ulovlig" Pressemelding 25.06-2010, nr. 46-2010, Oslo. Hentet fra: www.regjeringen.no
- Finanstilsynet. (2010). Verdipapirforetakenes avlønningssystemer og vederlag fra andre enn kunden. Rundskriv 17- 2010.
- FT.com. (2009, August 11). "Norwegian towns sue Citi for \$200m". Tilgjengelig på: <http://www.ft.com/cms/s/0/f49ef80c-86ab-11de-9e8e-00144feabdc0.html#axzz1Gmg8dH8A>, (lastet ned: 18.01- 2011)
- Furuseth, T. (2010). "Underliggende interessekonflikter". Morningstar.no. Tilgjengelig på: <http://www.morningstar.no/no/news/article.aspx?articleid=89219&categoryid=129>
- Golec, J., & Starks, L. (2004). Performance fee contract change and mutual fund risk. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 1, 93-118.

- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts. *Management Science*, Vol. 34, No.7, 807-822.
- Heinkel, R., & Stoughton, N. M. (1994). The Dynamics of Portfolio Management Contracts. *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, No. 2, 351-387.
- Hofstad, M. (2008). *Eventyret om Terra og de åtte kommunene som dro til wall street for å bli rike*. Oslo: Hegnar Media AS.
- Kjenslie, C., & Kringlebotten, I. (2008). Opportunism in the Financial Investment Industry: The Dark Side of Close Relationships. Master of Science Thesis, Handelshøyskolen BI.
- Kommunalbanken Norge. (2007). Brev fra Kommunalbanken Norge til fylkesmannen: Lovlighetskontroll av kommunal finansforvaltning. Oslo, 15.12-2007.
- Kreditttilsynet. (2008). Det norske sparemarkedet: Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter. Hentet fra: www.regjeringen.no
- Kuvaas, B. (2008). Hvorfor prestasjonsbasert belønning ofte skaper flere problemer enn det løser. *Praktisk økonomi og finans*. Nr 02.
- Liu, W.-L. (2005). Motivating and Compensating Investment Advisors. *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6.
- Mehran, H., & Stulz, R. M. (2007). The economics of conflicts of interest in financial institutions. *Journal of Financial Economics*, 267-296.
- Michael A. Jones, V. P. (2005). Financial services review 14 : Financial advisors and multiple share class mutual funds. *Academy of Financial Services*, 1-20.
- NOU. (Norges offentlige utredninger) (2011). *Bedre rustet mot finanskriser - Finanskriseutvalgets utredning*. No. 1-2011. Departementenes servicesenter.
- Robinson, J. H. (2006). Who's the Fairest of Them All? - A Comparative Analysis of Financial Advisor Compensation Models. *Hawaii Wealth Management*.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The Economic American Review*, Vol. 73, No.2, 134-139.
- Starks, L. T. (1987). Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic approach. *The Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol.22, No. 1, 17-32.
- Sydsæter, K., Strøm, A., & Berck, P. (2006). *Matematisk formelsamling for økonomer*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Varian, H. R. (1992). *Microeconomic Analysis (Third edition)*. New York: W.W. Norton & Company, Inc.

Varian, H. R. (2006). *Intermediate Microeconomics A modern Approach (Seventh Edition)*. New York: W.W. Northon & Company.

vl.no. (2007). "Terra tok urimelig store provisjoner".(20.12-2007) Tilgjengelig på: <http://www.vl.no/samfunn/article6963.zrm>, (lastet ned: 28.02-2011)

Wathne, K. H., & Biong, H. (2009). Når "vennene" lurar deg. Publisert: 5/2009 Tilgjengelig på: <http://www.sivilokonomene.no/naar-vennene-lurer-deg>